

买入(首次)

目标价格:

33.60-36.54 元

当前价格:

28.10 元

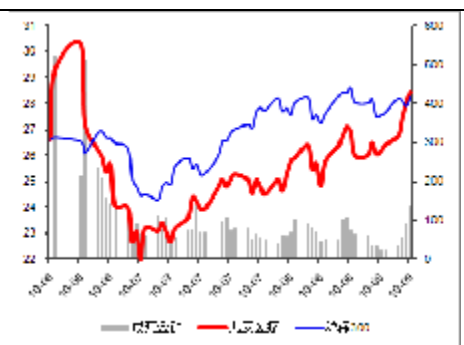
市场数据

申万医疗器械指数	2715.99
三个月涨跌幅	15.03%
上证综合指数	2655.39
沪深 300 指数	2920.21

基础数据

每股净资产(元)	3.45
资产负债率(%)	8.62%
总股本(百万)	124
流通股(百万)	24.8

相对股价表现



相关研究

新股分析:

《九安医疗：高速成长的家用医疗电子产品供应商》

医药研究小组:

郑一宁(联系人)

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心 19 楼, 200122

<http://www.tebon.com.cn>

血糖仪有望爆发, APPLE 合作成为亮点

报告摘要:

公司简介: 九安医疗是专注家用医疗健康电子产品的制造商。公司的主要产品是电子血压计和血糖仪。公司电子血压计经过多年的发展在欧洲市场,尤其是德国市场具有较高的市场占有率,欧洲市场出口量第一。公司电子血压计在国内市场也仅次于欧姆龙,约占 30% 的市场份额。公司生产的血糖仪是公司重点打造的产品,产品在今年上半年的销售收入为三百多万元。另外,公司还为客户提供定制化产品,如低频治疗仪等。

投资看点: 公司对血糖仪的大力推广,会使血糖仪这个高毛利的产品迅速成为公司新的利润增长点。公司今年血糖仪的销售收入预计会超过 1000 万元。血糖仪的销售放量可能会在 2011 年,销售收入预计达 8000 万元,并为公司真正贡献利润。据估算,血糖仪增长带来的利润从 2010-2012 年分别增厚公司每股收益约为 0.04, 0.27 和 0.50 元。

公司和 APPLE 的合作已经有实质性进展。公司集 iphone, ipad 充电器为一体的电子血压计预计在今年销售,该产品预估能为公司带来 1000 万的利润,2010-2012 年分别增厚公司每股收益约 0.06, 0.07 和 0.08 元。

公司风险: 公司产品线较为单薄,目前只有电子血压计和血糖仪两款主打产品,市场的波动会对公司的业绩造成影响。同时,公司的大部分收入来自海外市场,易受海外经济环境的波动影响和汇率影响。

盈利预测及估值分析: 我们调高对公司的盈利预测,看好公司血糖仪产品的放量和 APPLE 的合作。预计公司 2010-2012 EPS 分别为 0.56 元/1.05 元/1.71 元。根据绝对估值和相对估值模型测算公司目标价格区间为 33.60-36.54 元,给予“买入”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	216.94	279.51	313.16	420.02	579.42	749.15
收入增幅(%)	N/A	28.84%	12.04%	34.12%	37.95%	29.29%
净利润	43.91	31.30	39.04	69.25	129.69	212.08
净利增幅(%)	N/A	-28.70%	24.71%	77.38%	87.27%	63.53%
毛利率(%)	35.92%	30.25%	33.68%	36.52%	40.20%	43.83%
ROE (%)	36.81%	22.47%	21.89%	27.96%	34.37%	35.98%
EPS(元)	0.354	0.252	0.315	0.558	1.046	1.710

目录

1.公司概况：专注家用医疗健康电子产品	1
2.公司行业分析：朝阳行业成就公司发展	2
3.公司产品分析：血压计稳定增长，血糖仪有爆发潜力	3
3.1 电子血压计：产品稳步发展，着力美国和国内市场	3
3.2 血糖仪产品：增长势头良好，明年可能爆发	4
4.公司投资看点：血糖仪的放量，APPLE 的深度合作	5
5.公司主要风险：产品线单薄，受国际环境影响大	6
6 公司盈利预测估值：调高 2010-2012 年业绩预测	7
6.1 盈利预测	7
6.2 绝对估值：FCFF 法	8
6.3 相对估值：PE 法	9

图表目录

图 1：九安医疗股权结构	1
图 2：中国人均可支配收入和医疗保健支出情况	2
图 3：电子血压计经营情况	3
图 4：各地区电子血压计销售收入情况	3
图 5：血糖仪销售收入预计增长情况	5
表 1：九安医疗未来三年分产品盈利预测	8
表 2：九安医疗未来三年财务报表预测	10

1.公司概况：专注家用医疗健康电子产品

九安医疗是国内血压计和血糖仪的主要生产厂商。公司成立于 1995 年，短短十几年的发展历程，九安医疗已经成为电子血压计出口欧洲排名第一，销售数量世界第三的家用医疗健康电子产品的生产商。公司电子血压计产品表现抢眼，出口遍及 50 多个国家，仅仅德国市场所占市场份额就达到 50%，打破了由日本及台湾厂商对电子血压计行业的垄断格局，成为行业内唯一能够与其抗衡的中国内地企业。

截止目前，公司的发展可以划分为三个阶段。1995-2001 年，公司处在国内市场的摸索阶段，当时局限于国内的经济水平发展和人民的消费意识，市场规模未开发出来，公司发展较慢。2002-2006 年，公司将眼光投向海外成熟市场，通过帮助海外生产商生产 ODM（Original Design Manufacturing）产品，成功的将产品，主要是电子血压计产品打入欧洲市场，并于 2006 年，公司产品在欧洲市场上的销售排名第一，该阶段是公司快速发展阶段，公司规模成倍增长。2007-至今，公司重新将目光收回到国内，在国内建设自有品牌“andon”，同时针对海外市场将拳头从欧洲伸向美国市场，开辟更加广阔的市场发展空间。公司高层定义的战略目标是：将血糖仪做成血压计；将美国市场做成欧洲市场；将国内市场做成国际市场。在这个战略目标的指引下，公司为了更好地发展，于 2010 年 5 月在 深圳中小板上市。

公司的实际控制人是董事长刘毅，公司目前的股权结构如下：

图 1：九安医疗股权结构



资料来源：公司公告，德邦研究

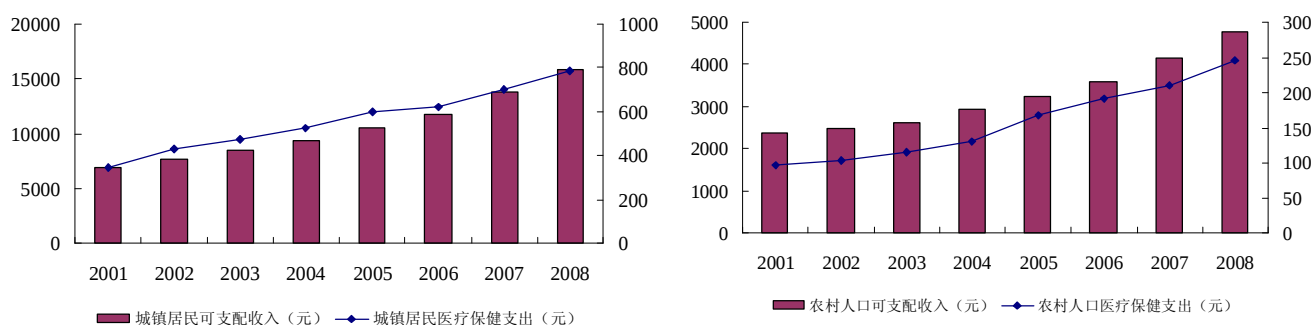
2. 公司行业分析：朝阳行业成就公司发展

公司的发展离不开行业发展背景。医疗器械行业是朝阳行业，也是当今发展最快，贸易往来最为活跃的产业之一。据欧盟医疗器械委员会发布的数据，2008 年，全球医疗器械市场总销售额约 3360 亿美元，比 2007 年的 3000 亿美元增长了 12%。全球医疗器械产品销售额合计约占国际医药市场总销售额的 50%。

中国医疗器械行业也处于蓬勃发展时期，据健康网统计，2010 年 1-5 月，我国医疗器械制造业资产总计达 858 亿元，同比增长 19.95%；实现营业收入 394.54 亿元，同比增长 25.22%；利润总额 40.33 亿元，同比增长了 20.40%。中国医疗器械行业的蓬勃发展原因有二：一是中国是制造业大国，国际上对医疗器械的巨大需求为中国医疗器械制造企业提供了大量的订单，据统计，2010 年上半年我国医疗器械进出口总额达 100.88 亿美元，同比增长 27.3%，其中，出口额为 65.73 亿美元，同比增长 26.86%；进口额为 35.15 亿美元，同比增长 28.15%。总体上看，2010 年上半年我国医疗器械对外贸易继续保持较大顺差，出口增幅略低于进口增幅 1.29 个百分点，累计贸易顺差额达 30.58 亿美元。二是中国自身医疗器械市场的日益增长。随着医疗卫生改革的逐步推进，基层和农村医疗服务体系的建立，为医疗器械行业的增长提供了新的生长空间，国家财政投入专项投资 48 亿元加强基层医疗卫生服务体系建设，带来大规模的医疗设备采购。另外，人均可支配收入的提高和人民对自身保健意识的提高也为医疗器械的增长增加了助动力，这种由于经济收入和观念的改变，给医疗器械市场带来的是一种“主动性”增长。

处于医疗器械行业的九安医疗正是从 ODM 起步，逐渐发展起来的。行业的景气为九安医疗的发展提供了发展机遇。面对国内日益成熟的消费者和广阔的发展空间，九安医疗转向对国内市场的重视也极具战略眼光。

图 2：中国人均可支配收入和医疗保健支出情况



资料来源：公司公告，德邦研究

3.公司产品分析： 血压计稳定增长，血糖仪有爆发潜力

3.1 电子血压计： 产品稳步发展，着力美国和国内市场

电子血压计是公司的主要产品之一，也是公司最早开发和推广的产品。电子血压计全球市场规模大约为 140 亿人民币，发展的最为成熟的是日本和德国市场。日本市场由于自有品牌的垄断能力，较少有国外厂商能够进入。经过多年的努力，九安医疗生产的电子血压计产品已经成功进入欧洲市场，尤其在德国，拥有 50% 的市场占有率，并荣获德国红点奖。

公司生产的电子血压计近几年发展平稳，维持 20%-30% 的增速，该产品的毛利率维持在 30-35% 左右，公司目前对该产品的发展战略是稳定欧洲市场，开拓美国和国内市场。目前，公司的战略已取得初步成效。公司在欧洲地区的销售收入占比从 07 年的 76.39% 下降到 09 年的 68.91%。公司对美洲地区的出口从 07 年的 3.91% 上升到 10.80%，国内销售从 17.52% 上升到 18.47%。

图 3: 电子血压计经营情况

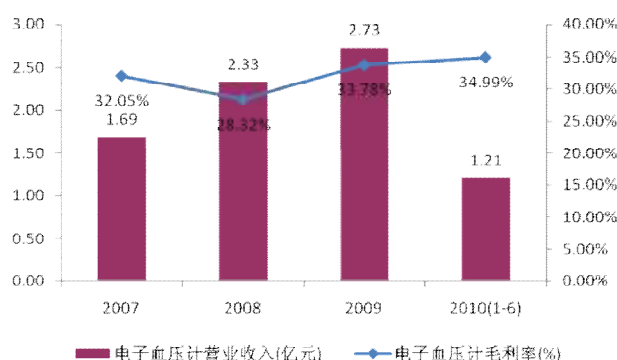
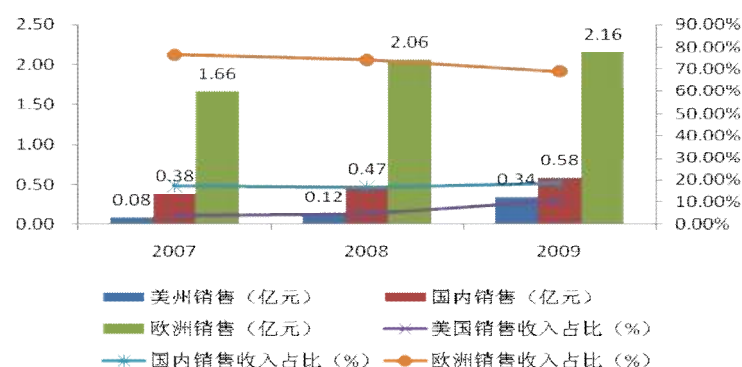


图 4: 各地区电子血压计销售收入情况



资料来源:公司公告,德邦研究

美国是全球最大的医疗器械市场消费市场，公司生产的电子血压计出口美国以 ODM 为主，公司出口美国的产品已经有 53 款获得美国 FDA 认证，具备了进入美国市场的硬件条件，这对于国内其他厂家也是一个进入门槛。在渠道上，美国电子血压计的销售渠道主要输大型连锁药店和超市，公司已与美国健康护理产品提供商 Mabis 公司，Pharmasupoply 等公司和沃尔玛超市建立了业务联系。有战略，有产品，有渠道，有市场公司在美国市场的发力前景可期。

高血压在中国是高发病，约有 1.8 亿高血压患者，市场空间大。在美国，家庭电子血压

计普及率已达到 50%，日本家庭电子血压计普及率达到了 60% 以上，而在中国电子血压计年销售量只有 200 万台左右，有很大的市场等待挖掘。在国内市场，公司生产的电子血压计发展迅猛。从 2004 年起，九安生产的电子血压计市场份额迅速上升，目前排在日本欧姆龙电子血压计之后，约占 30% 的市场份额。公司在国内市场的销售模式多样化。公司已在六个主要城市建立了 16 个直营店，另有两个省会城市即将建立直营店。公司产品另一个主要渠道是通过药店和超市销售，同时公司在其他城市还有约 130 个经销商。公司多渠道的销售模式让公司在重点城市有终端控制能力，并利用超市和药店的广覆盖能力和经销商的开拓能力在更广的市场中推广公司的品牌。

公司内销的电子血压计毛利率远高于出口产品，国内销售的增长对公司未来毛利率的增长有重大意义。

公司在电子血压计产品上的核心竞争力是拥有核心数据库和算法，血压算法的水平高低是影响电子血压计是否准确的一个关键因素。大量的临床数据及数据处理，也需要长时间的临床验证。

3.2 血糖仪产品：增长势头良好，明年可能爆发

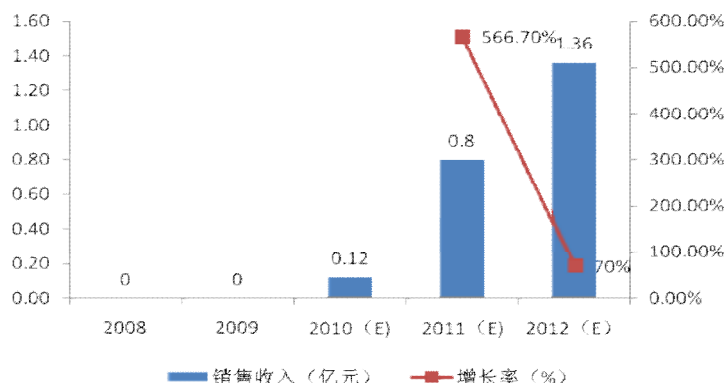
血糖仪产品是公司重点发展的产品。血糖仪的全球市场容量约 150 亿美金，中国市场容量约 20 亿人民币，约九千万的糖尿病患者，预计每年新增糖尿病患者 200 万人。血糖仪是糖尿病患者的必备保健用品，目前中国糖尿病患者中仅有 1.5%-2% 的患者拥有血糖仪，而欧美国家这个比率高达 90% 以上。中国市场上，糖尿病患者人均每年消费血糖试纸 100 片，而在欧美人均每年消费 500-600 片。和国外相比，光血糖试纸的消费量市场潜力巨大。

这个市场上的消费者对血糖仪的认知程度高，无需经过太多的消费教育。另外，目前各个品牌的血糖仪的试纸都为专属，因此血糖仪的粘性很高。目前国内血糖仪产品几乎为外资垄断，强生，罗氏的市场份额超过 70% 的市场份额。国内品牌也有三诺和怡成，九安属于后来者。

公司对于血糖仪市场的开拓开始于今年，公司已经开展了一系列促销活动和广告投放。公司的买试纸送血糖仪活动取得了良好的市场效果。今年上半年公司完成血糖仪的销售金额为 353 万元。

和国外品牌相比，公司的血糖仪试纸价格便宜，国外品牌的试纸约 5 元/条，九安 3.6/条，患者的医疗成本将节约 28%，具有一定的价格吸引力。从国外市场来看，公司也已经有来自欧洲市场和美国市场上的订单。公司今年血糖仪的销售目标是 1000 万，从公司上半年的销售情况来看，对该目标的实现公司管理层应该充满信心。公司血糖仪产品的营销渠道和电子血压计销售渠道共享，电子血压计销售的成功模式可以直接复制到血糖仪的推广。今年血糖仪推广成功也为明年销售放量奠定了坚实的基础。

图 5: 血糖仪销售收入预计增长情况



资料来源:公司公告,德邦研究

4. 公司投资看点： 血糖仪的放量，APPLE 的深度合作

公司未来投资的看点，我们认为在于两部分。一部分是公司血糖仪产品销售量的激增。公司血糖仪产品的销售可以说是从无到有。看好血糖仪销售量激增的原因主要有以下两点。首先公司的血糖仪产品和电子血压计采用相同的营销网络，血糖仪能够借力电子血压计的销售成果，尤其在海外市场。公司多年电子血压计海外的成功销售，和国外经销商已经建立好了充分的信任合作关系，血糖仪的海外销售能够借助这个信任平台和销售渠道比较容易进入海外市场。在国内市场，公司对血糖仪的促销“买试纸，送血糖仪”和“血糖仪更换”活动取得了一定的效果。血糖仪产品的专属性让终端用户产生较高的品牌“忠诚度”，随着公司促销力度的加深，这种高“忠诚度”客户会越来越多，并持续为公司带来收入。

公司上半年血糖仪的收入达到 353 万元，据了解公司这部分收入主要来自上半年的后三个月，按照公司这样的销售收入增长进行简单复制，公司今年血糖仪销售收入达到 1000 万元应该不成问题。除此之外，公司的产品销售具有一定的时间特性，公司全年的营业收入大部分发生在下半年，公司从获得订单到确认收入往往需求 3-6 个月的时间，因此上半年业绩实际上反映的是去年下半年的订单情况，一般来说公司的上半年收入只占公司全年收入的 1/3 或更弱，因此公司今年血糖仪收入 1000 万有较可靠的保证。

公司血糖仪的毛利率高，在 50%-55% 之间，远高于电子血压计，是公司利润来源新的增长点。公司今年血糖仪暂时不会大幅度提高公司的利润，公司的主要利润还会来自电子血压计，因为公司今年的重点是营销推广。但公司明年可能会成为公司血糖仪的爆发期，公司血糖仪的销售收入可能会达到 6000-8000 万元左右，预计 2010-2012 由血糖仪贡献的利润将增厚公司每股收益约为 0.04，0.27 和 0.50 元。。

公司投资的第二个看点是和 APPLE 的合作。公司为 APPLE 产品定制的配件已经成型，是集 iPhone、iPad 充电器和公司电子血压计为一体的配件产品。APPLE 产品的流行必然带领其配件的销售。我们预计公司在此产品的毛利率在 40-50% 之间，高于公司出口的电子血压计产品，预估公司该产品的利润可能在 100-120 元/台，公司达产 10 万台，不考虑其他因素，据测算给公司每股收益将增厚 0.06 元左右。该产品正处于经销商遴选阶段，公司力争年内上市。

和 APPLE 的合作公司可能会继续深入，开发出更多的新产品，并且 APPLE 的示范作用也会为公司带来更多的客户。

公司管理层的管理水平也是投资看点之一。公司发展战略极具发展眼光，公司发展历史是最好的证明。在国内家庭医疗器械产品市场还没有觉醒时期，公司及时将眼光防止海外，通过 ODM 方式进行技术积累和营销能力积累。当国内市场开始萌动，公司快速将眼光返回国内，利用先前的积累打造自有品牌。家庭医疗电子产品今后的发展我们认为可以借鉴中国家电的发展路径，早期强势品牌形象的建立对于公司长久发展十分重要。公司管理层也正是看到了这一点，在国内市场加强了自有品牌的运作。

再有公司具有快速响应市场需求的能力，公司对客户个性需求响应的产品开发只需要 3 个月左右，远快于其他厂商的六个月研发时间，公司根据客户要求开发的电子语音电子血压计就是一个很好的证明。公司不满足只是静态地满足客户需求，还在积极挖掘市场机会，和 APPLE 的合作也是一个很好的例子。

5. 公司主要风险：产品线单薄，受国际环境影响大

公司目前的主导产品只有两款，电子血压计和血糖仪。电子血压计是公司目前利润的主要来源。电子血压计市场竞争者众多，公司虽然在国产品牌中位居榜首，但和欧姆龙的差距还是较大，同时还面临着其他日本，台湾和国内品牌的竞争。公司经营的稍有闪失就会对公司的利润造成影响。

公司产品还是主要以出口为主，虽然公司在有意识地削弱对国外市场的依赖，但这非一时之事，因此国际经济环境包括汇率的变动都会影响公司收益。

6 公司盈利预测估值：调高 2010-2012 年业绩预测

6.1 盈利预测

主要假设：

假设 1：公司未来三年电子血压计的增长率分别为 30%，25%，25%；毛利率分别为 35%，36.70%，40%；

假设 2：公司低频治疗仪的销售收入增长率保持为 5%，毛利率保持 45%；

假设 3：公司未来三年血糖仪的销售收入分别为 1200，8000，13.6 千万元；毛利率分别为 55%，58%，60%；

假设 4：公司未来三年其他产品的销售收入增长率分别为 80%，5%，5%；毛利率保持 40%；

假设 5：公司未来三年销售费用率分别为 7%，6%，6%；

假设 6：公司未来三年的管理费用率分别为 10%，8%，5%；

假设 7：公司未来三年财务费用率取过去三年均值

假设 7：公司的所得税率在未来三年维持 15%；

根据以上假设，分产品测算出公司未来三年的盈利情况

表 1: 九安医疗未来三年分产品盈利预测

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
电子血压计（万元）	16,861.56	23,334.47	27,308.69	35,501.30	44,376.62	55,470.78
增长率	N/A	38.39%	17.03%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利率	32.05%	28.32%	33.78%	35.00%	36.70%	40.00%
低频治疗仪（万元）	3,782.91	3,559.42	2,550.71	2,678.25	2,812.16	2,952.77
增长率	N/A	-5.91%	-28.34%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	56.30%	42.76%	43.89%	45.00%	45.00%	45.00%
血糖产品（万元）	0	0	0	1,200.00	8,000.00	13,600.00
增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	566.67%	70.00%
毛利率	N/A	N/A	N/A	55.00%	58.00%	60.00%
其他产品（万元）	1,049.73	1,056.62	1,457.01	1529.86	1606.35	1686.67
增长率	N/A	0.66%	37.89%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	35.92%	30.25%	33.68%	35.00%	35.00%	35.00%
营业收入合计(万元)	21,694.00	27,951.00	31,316.00	40,909.40	56,795.13	73,710.21
增长率	N/A	28.84%	12.04%	30.63%	38.83%	29.78%
毛利率	35.92%	30.25%	33.68%	36.24%	40.06%	43.78%
净利润（万元）	4,390.54	3,130.45	3,904.06	6,925.00	12,968.75	21,207.98
每股收益(元)	0.354	0.252	0.315	0.558	1.046	1.710

资料来源:公司公告,德邦研究

6.2 绝对估值：FCFF 法

根据 FCFF 估值模型计算，公司合理价值为 36.45 元。

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	4.00%
无风险利率 Rf	3.41%
市场组合报酬率 Rm	10.00%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	10.00%
β 系数	1.10
债务资本成本 Kd	5.00%
债务资本比重 Wd	10.00%
股权资本成本 Ke	10.66%
WACC	10.02%

	永续增长率(G)							
WACC	3.01%	3.31%	3.64%	4.00%	4.40%	4.84%	5.32%	5.86%
6.22%	74.68	81.33	90.45	103.60	124.14	160.49	241.68	580.34
6.84%	62.02	66.45	72.28	80.27	91.79	109.79	141.63	212.77
7.53%	52.14	55.16	59.03	64.12	71.09	81.16	96.87	124.67
8.28%	44.24	46.35	48.98	52.35	56.77	62.84	71.59	85.26
9.11%	37.82	39.31	41.14	43.42	46.33	50.17	55.42	63.00
10.02%	32.53	33.59	34.87	36.45	38.42	40.93	44.24	48.77
11.02%	28.11	28.88	29.79	30.89	32.24	33.93	36.09	38.93
12.12%	24.39	24.94	25.60	26.37	27.31	28.47	29.91	31.75
13.33%	21.23	21.63	22.10	22.65	23.32	24.11	25.09	26.32
14.67%	18.53	18.82	19.16	19.56	20.02	20.58	21.26	22.08
16.13%	16.21	16.42	16.67	16.95	17.28	17.67	18.14	18.71

6.3 相对估值：PE 法

根据已上市可比公司鱼跃医疗，阳普医疗的 PE 值，结合九安医疗的高成长性，给予九安医疗 60 倍的市盈率，公司 2010 年的目标股价为 33.60 元。结合绝对估值和相对估值公司股价区间在 33.60-36.54 元之间。

表 2: 九安医疗未来三年财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	79.06	24.18	6.45	108.04	181.69	423.30
应收和预付款项	23.16	38.19	74.21	42.36	117.96	88.71
存货	39.00	58.18	44.83	87.74	84.54	124.69
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4.18	41.34	62.87	56.08	49.29	42.50
无形资产和开发支出	0.00	35.57	34.85	31.27	27.68	24.10
其他非流动资产	0.55	0.41	1.47	0.74	0.00	0.00
资产总计	145.96	197.88	224.67	326.22	461.16	703.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	26.68	58.53	45.79	78.09	83.34	113.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.50	0.50	0.50	0.50
负债合计	26.68	58.53	46.29	78.59	83.84	113.90
股本	93.00	93.00	93.00	93.00	93.00	93.00
资本公积	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84
留存收益	25.44	45.50	84.54	153.79	283.48	495.56
归属母公司股东权益	119.28	139.34	178.39	247.64	377.32	589.40
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	119.28	139.34	178.39	247.64	377.32	589.40
负债和股东权益合计	145.96	197.88	224.67	326.22	461.16	703.30

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	216.94	279.51	313.16	420.02	579.42	749.15
减：营业成本	139.02	194.96	207.70	266.62	346.49	420.81
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	13.80	16.86	17.50	29.40	34.77	37.46
管理费用	20.25	32.05	41.91	42.00	46.35	44.95
财务费用	0.67	0.02	1.19	0.52	-0.76	-3.58
资产减值损失	0.05	0.15	0.64	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	3.96	0.46	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	47.11	35.93	44.22	81.47	152.57	249.51
加：其他非经营损益	0.40	-0.37	1.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	47.51	35.57	45.23	81.47	152.57	249.51
减：所得税	3.60	4.26	6.19	12.22	22.89	37.43
净利润	43.91	31.30	39.04	69.25	129.69	212.08
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	43.91	31.30	39.04	69.25	129.69	212.08

现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	38.28	3.59	43.93	100.30	70.39	234.81
投资性现金净流量	1.66	-41.53	-54.39	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	15.40	-14.37	-0.17	1.29	3.26	6.81
现金流量净额	55.33	-51.85	-11.14	101.59	73.65	241.61

财务分析和估值指标汇总

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率						
毛利率	35.92%	30.25%	33.68%	36.52%	40.20%	43.83%
三费/销售收入	16.00%	17.50%	19.35%	17.12%	13.87%	10.52%
EBIT/销售收入	21.68%	12.35%	14.43%	19.09%	25.77%	32.40%
EBITDA/销售收入	22.05%	12.80%	15.56%	21.74%	27.69%	33.78%
销售净利率	20.24%	11.20%	12.47%	16.49%	22.38%	28.31%
资产获利率						
ROE	36.81%	22.47%	21.89%	27.96%	34.37%	35.98%
ROA	32.22%	17.45%	20.12%	24.58%	32.38%	34.51%
资本结构						
资产负债率	18.28%	29.58%	20.60%	24.09%	18.18%	16.20%
投资资本/总资产	29.04%	59.61%	77.92%	44.08%	43.68%	24.68%
流动比率	5.29	2.06	2.71	3.03	4.58	5.59
速动比率	3.83	1.07	1.74	1.91	3.57	4.50
资产管理效率						
总资产周转率	1.49	1.41	1.39	1.29	1.26	1.07
固定资产周转率	52.55	12.46	9.12	7.49	11.76	17.63
应收账款周转率	13.82	10.42	5.29	18.22	6.41	13.31
存货周转率	3.56	3.35	4.63	3.04	4.10	3.37

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中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。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。