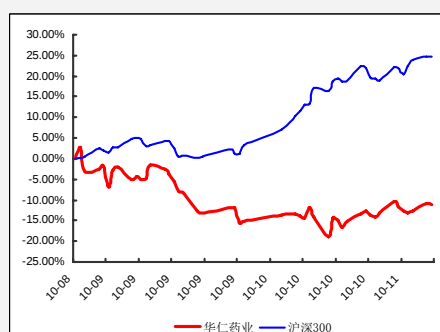




## 华仁药业（300110）：专注点滴，稳健成长

近一年海正药业与沪深 300 指数走势



### 基础数据

|                |       |
|----------------|-------|
| 总股本（百万股）       | 42.88 |
| 实际流通 A 股（百万股）  | 213.6 |
| 实际流通 A 股市值（亿元） | 8.32  |
| 每股净资产（元）       | 5.05  |

研 究 员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研 究 员 苏晋江

电 话 025-83367888-3205

邮 箱 elayer@yahoo.cn

### 内容提要

公司评级： 推荐

- 大输液行业正处于一个市场快速扩容、产品升级换代的成长阶段，明显受益于我国人口老龄化和城镇化进程，看好大输液行业的发展空间以及细分行业的龙头企业。
- 华仁在非 PVC 软袋领域具有龙头优势，看好公司拥有的新型组合连接管口盖和双管双阀生产工艺，在与同类产品竞争中有一定的优势，公司正在将输液产品的重点向治疗性输液倾斜，未来的看点在于血液滤过液和腹膜透析液，
- 立足非 PVC 输液产品，向上游产业链延伸，在研产品储备丰富。募投项目明年建成后，公司将形成 1.55 亿袋的非 PVC 软袋的生产能力，其中血液滤过置换液 500 万袋。
- 风险提示：应收账款多，回款时间较长，存在较大的坏账和资金短缺的问题。产品定位于高端，容易受低端产品挤压市场空间。招标正常变化和产品价格有下调的可能。直面行业其他竞争对手的冲击。
- 盈利预测与估值：预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.34 元、0.50 元、0.73 元，归属母公司的收益同比增长 19.2%，48.3%，45.9%，对应的动态市盈率是 57.2 倍、38.6 倍、26.4 倍。目前该公司所处创业板的总体估值水平偏高，考虑到公司在细分行业的地位、产品的竞争力以及未来几年业绩能持续稳定增长，我们给予长期“推荐”评级。

### 主要财务指标预测值（单位：百万元）

| 财务指标       | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 288.5 | 390.3 | 540.6 | 760.7 |
| 同比增长       | 39.0% | 35.3% | 38.5% | 40.7% |
| 归属母公司净利润   | 60.7  | 72.4  | 107.3 | 156.7 |
| 同比增长       | 30.5% | 19.2% | 48.3% | 45.9% |
| 稀释后每股收益（元） | 0.28  | 0.34  | 0.50  | 0.73  |
| P/E        | 68.2  | 57.2  | 38.6  | 26.4  |

数据来源：WIND，南京证券研究所

## 内容目录

|                                          |       |
|------------------------------------------|-------|
| 内容提要 .....                               | 0     |
| 1. 大输液行业的发展情况 .....                      | - 2 - |
| 1.1 大输液市场扩容迅速 .....                      | - 2 - |
| 1.2 非 PVC 软袋代表了发展方向 .....                | - 3 - |
| 1.3 行业集中度的提升和企业的优胜劣汰 .....               | - 4 - |
| 2. 华仁药业 .....                            | - 5 - |
| 2.1 公司简介 .....                           | - 5 - |
| 2.2 产品、销售及经营情况稳定 .....                   | - 5 - |
| 2.3 控股子公司华仁塑胶 .....                      | - 6 - |
| 3. 公司的优势分析 .....                         | - 6 - |
| 3.1 专注非 PVC 软袋输液产品 .....                 | - 7 - |
| 3.2 定位于高端，向上游延伸 .....                    | - 7 - |
| 3.3 重点在血液净化系列 .....                      | - 7 - |
| 4. 风险与提示 .....                           | - 8 - |
| 5. 盈利预测与估值: .....                        | - 8 - |
| 图表 1: 我国卫生机构床位数 .....                    | - 2 - |
| 图表 2: 大输液行业的产能状况 .....                   | - 2 - |
| 图表 3: 各类型输液产品的销售量比例 .....                | - 4 - |
| 图表 4: 各类型输液产品的销售金额比例 .....               | - 4 - |
| 图表 5: 2008 年大输液行业销量排名前十的市场份额 .....       | - 4 - |
| 图表 6: 2008 年非 PVC 软袋销量排名前十的市场份额 .....    | - 4 - |
| 图表 7: 公司股权结构图 .....                      | - 5 - |
| 图表 8: 公司近今年非 PVC 软袋的产量 .....             | - 6 - |
| 图表 9: 公司近几年的净利润及增长情况 .....               | - 6 - |
| 表格 1: 各种输液包装优缺点的比较 .....                 | - 3 - |
| 表格 2: 四种输液产品的销售数量及部分预测数据 单位: 亿袋(瓶) ..... | - 3 - |
| 表格 3: 公司主营收入预测表 .....                    | - 9 - |

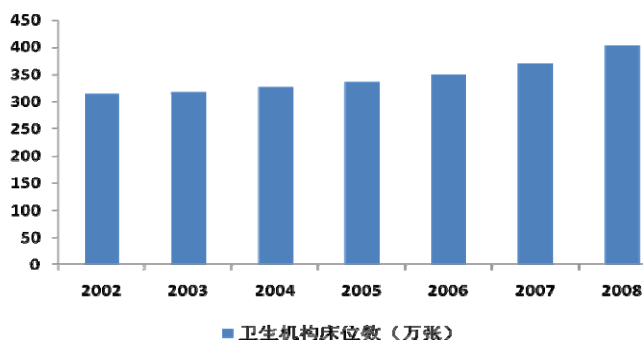
## 1. 大输液行业的发展情况

大输液行业正处于一个市场快速扩容、产品升级换代、产量迅速增加的一个成长阶段，和其他医药工业一样，明显受益于我国人口老龄化和城镇化进程。看好大输液行业的发展空间以及细分行业的龙头公司，主要基于以下几点：1. 现有输液品种主要还是玻璃瓶和塑料瓶，而作为第三代输液产品的软袋输液在市场占有率方面并没有取得绝对的优势，在未来的几年内软袋输液产品有很强的取代老式产品的替代效应；2. 整个输液行业的公司良莠不齐，分布散乱、规模小、效益低下，行业的龙头企业具有快速发展并兼并弱小公司的扩张动力，最终整个市场将趋向集中，出现几个大型的输液生产企业；3. 我国将来对药品的使用会有更高的要求，注重其实用的安全性和方便性，因此在严格的质量标准的要求下，输液产品将会更加多样化、专业化和规模化，不具备生产标准的企业会被淘汰，而对质量控制好的企业能够脱颖而出。因此我们非常看好大输液行业在这几年的发展机会，以及细分行业龙头企业的投资价值。

### 1.1 大输液市场扩容迅速

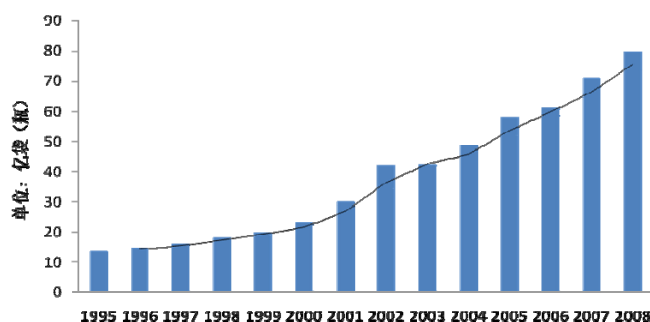
受益于我国就诊人数的增加和医疗水平的提高，大输液市场扩容迅速，医疗卫生的需求出现强劲增长，2000-2007年医疗卫生费用支出的年均增长速度为13.73%，医院的床位数突破400万张，医疗体系的扩容带动了对输液药品的需求。大输液行业在经历近二十年快速发展，包装的品种逐步多样化，输液用途多样化。输液的包装主要分为：玻璃瓶、塑料瓶、PVC单层塑料袋和非PVC多层复合共挤膜软袋等四种类型。输液产品按用途分为体液平衡输液、治疗性输液、营养输液、血容量扩充输液。2008年大输液销量为69亿瓶，相比2000年增加了46亿瓶，年复合增长率为14.7%。同时2008年的大输液产能是79亿袋，产能略超出市场的需求，年复合增长11%。大输液整个市场容量的增加，对于大输液生产企业的业绩增长有着直接的促进作用。

图表 1：我国卫生机构床位数



资料来源：卫生部统计信息，南京证券研究所

图表 2：大输液行业的产能状况



资料来源：卫生部统计信息，南京证券研究所

## 1.2 非PVC软袋代表了发展方向

在大输液的各种包装产品中，玻璃瓶在过去几年的市场占有率最高，但由于玻璃瓶使用不便、密闭性不好、需要打入空气容易导致二次污染、不利于运输等缺点，逐渐将被其他产品取代。第二代输液产品塑料瓶相比玻璃瓶有一定的优势，其主要膜材是PP或PE，改变了很多玻璃瓶在使用方面的缺陷，但仍无法解决空气回路的问题，输液过程中仍需要打入空气，在卫生条件不好的地方会造成二次污染和交叉感染。

第三代产品软袋输液具有良好的自平衡能力，尤其是非PVC软袋材质稳定、无需空气回路、无二次污染等特点，其中PVC软袋由于聚氯乙烯容易溶出，而没用被广泛使用。非PVC多层共挤膜软袋由PP、PE、PA等材质熔融交联制成，相比其他产品更安全、有效、环保，现逐渐成为市场的主流。

表格 1：各种输液包装优缺点的比较

| 项目     | 玻璃瓶             | 塑料瓶             | PVC软袋         | 非PVC软袋        |
|--------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|
| 包装重量   | 重               | 较轻              | 轻             | 轻             |
| 灭菌后透明度 | 好               | 较差              | 较差            | 好             |
| 相容性和毒性 | 无               | 中等              | 有溶出           | 无             |
| 药物稳定性  | 不稳定             | 稳定              | 部分有吸附性        | 稳定            |
| 使用情况   | 需打入空气，有<br>二次污染 | 需打入空气，有<br>二次污染 | 不需空气回路<br>无污染 | 不需空气回路<br>无污染 |
| 环保性    | 较好              | 较好              | 污染环境          | 方便回收          |
| 运输情况   | 不方便             | 较方便             | 方便            | 方便            |

资料来源：南京证券研究所

统计2005年至2008年间的各品种市场占有率情况，玻璃瓶的市场份额从2005年的75.7%下降到2008年的52.2%，塑料瓶的份额从16.2%上升到33.8%，PVC软袋输液的份额很少，非PVC软袋的市场份额从5.7%上升到12.3%。从发展趋势来看，玻璃瓶逐渐将被取代，非PVC软袋将有40%以上的取代空间。非PVC软袋2006-2009年的复合增长率为36.8%，高于整个大输液14.7%的平均增速，预计到2012年的销量将达到21亿袋，从目前情况看有很广阔的发展空间。

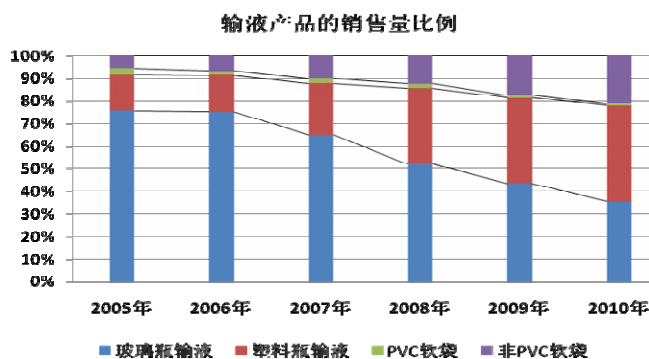
表格 2：四种输液产品的销售数量及部分预测数据 单位：亿袋（瓶）

| 品种    | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | CAGR    |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 玻璃瓶输液 | 39.8  | 45.8  | 41.6  | 36    | 30    | 25    | -14.04% |
| 塑料瓶输液 | 8.5   | 10    | 14.85 | 23.3  | 26    | 30    | 31.65%  |

|        |     |     |     |     |     |     |         |
|--------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|---------|
| PVC软袋  | 1.3 | 0.9 | 1.2 | 1.2 | 0.8 | 0.5 | -13.67% |
| 非PVC软袋 | 3   | 4.2 | 6.5 | 8.5 | 12  | 15  | 37.48%  |

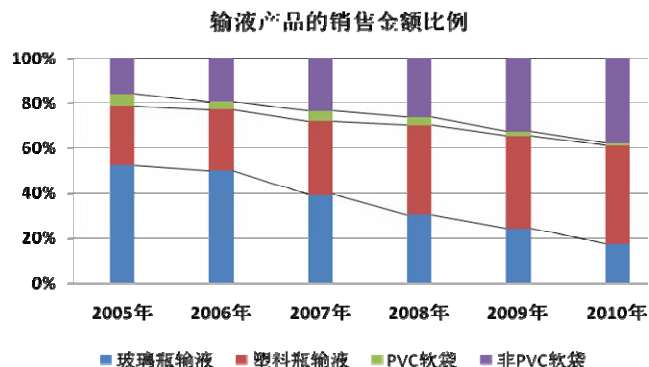
资料来源：招股说明书，2008年后数据为中国数字医药网预测值

图表 3：各类型输液产品的销售量比例



资料来源：招股说明书，2008年后数据为中国数字医药网预测值

图表 4：各类型输液产品的销售金额比例

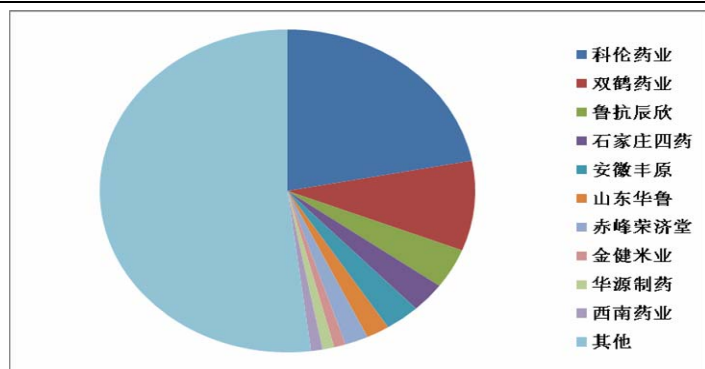


资料来源：招股说明书，2008年后数据为中国数字医药网预测值

### 1.3 行业集中度的提升和企业的优胜劣汰

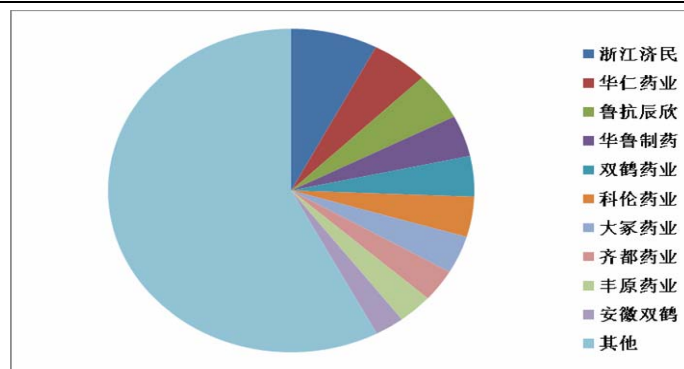
我国大输液生产厂家较多，总体上和医药工业的小、散、乱的格局类似，生产非PVC软袋的企业有100多家，产能排前十的企业占据输液市场的42%，与美国等发达国家有很大差距。美国的输液企业龙头百特占据市场份额80%，日本的大冢药业占据50%的市场份额。由此看来我国的行业集中度非常低。提升行业集中度是未来发展的趋势，势必导致行业的洗牌，优秀的企业会脱颖而出，以免恶性竞争和打价格战。

图表 5：2008 年大输液行业销量排名前十的市场份额



资料来源：中国数字医药网，南京证券研究所

图表 6：2008 年非 PVC 软袋销量排名前十的市场份额



资料来源：中国数字医药网，南京证券研究所

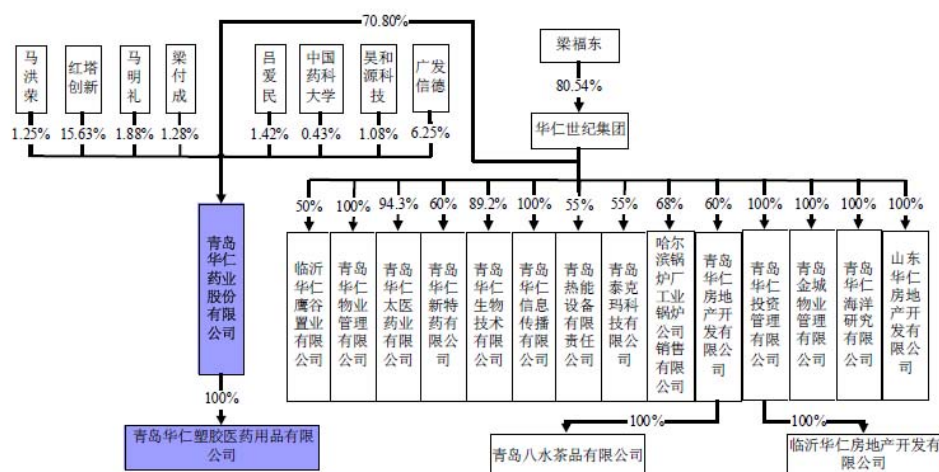
另外，输液产品的质量控制非常严格，该行业的进入壁垒较高，有关部门已基本停止批准新的企业生产许可，有助于现有企业进行扩张和产品升级。另外新版GMP实施后，将有三分之一不符合生产标准的小企业将逐渐退出市场，对优质企业来说是难得的机遇。

## 2. 华仁药业

### 2.1 公司简介

青岛华仁药业股份有限公司前身是成立于1998年的青岛华仁药业有限公司，公司自成立以来一直定位于国内高端大输液生产，主要从事非PVC软袋大输液及其相关配套产品的研发、生产和销售，是国内唯一具备产品覆盖50ml到3000ml全部规格非PVC软袋输液、双室袋和无菌包装输液品种的输液生产企业。

图表 7：公司股权结构图



资料来源：公司公告，南京证券研究所

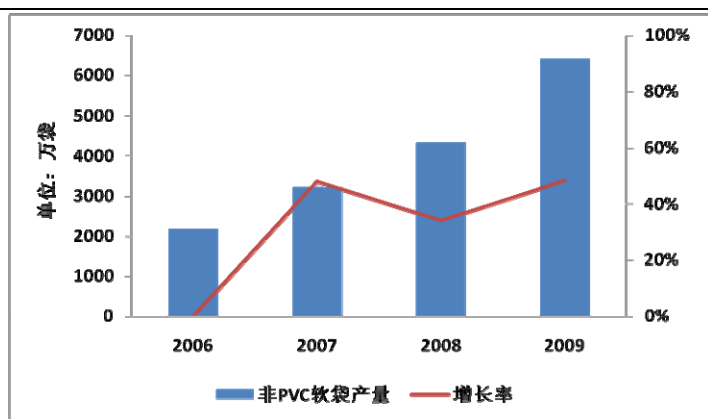
公司的非PVC软袋生产线是从德国引进的，较早介入该领域的企业之一。主要产品为非PVC软袋大输液产品，包括25个品种、57个规格的非PVC软袋输液产品，其中基础性输液共8个品种33个规格、治疗性输液共15个品种22个规格、营养性输液2个品种2个规格。公司的产品定位于高端，拥有专利的新型连接管口盖和双管双阀的非PVC软袋在同行业内具有一定的优势。

### 2.2 产品、销售及经营情况稳定

公司现有1亿袋的非PVC软袋的生产能力，2007-2009年公司非PVC软袋输液市场销量分别为3,225万袋、4,320万袋、6,407万袋，市场占有率为5%左右，非PVC软袋输液销量逐年稳步上升，同比增长分别为48.07%、33.95%和48.31%。这三年公司营业收入及净利润增长比较平稳，营业收入年复合增长率为33.81%，净利润年复合增长率为33.41%。从09年销售6400万袋的数据来看，预计今年可达8500万袋的销售量。

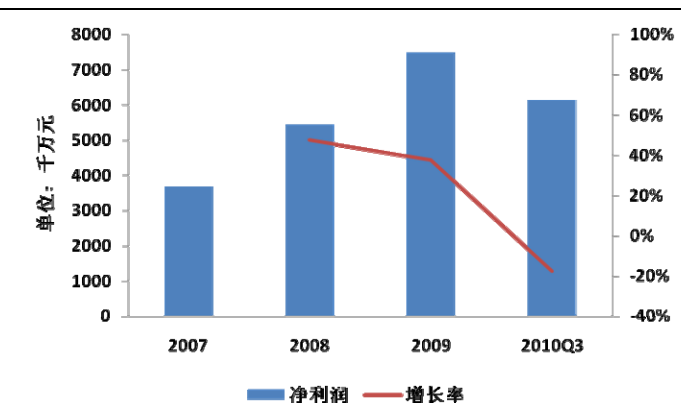
从公司的销售方式来看，与330余家医院和400余家医药公司建立了联系。现有的招标省为18个，在北方地区以直销方式为主，利润率稍高，对终端控制力较强，在竞争激烈的南方地区以代理制为主。

图表 8：公司近今年非 PVC 软袋的产量



资料来源：中国数字医药网，南京证券研究所

图表 9：公司近几年的净利润及增长情况



资料来源：中国数字医药网，南京证券研究所

公司三季度的表现略低于预期，实现营业收入2.51亿元，同比增长18.54%，实现营业利润6144万元，同比增长9.95%，实现归属母公司净利润5126万元同比增长8.66%，主要因管理费用和财务费用增加所致。公司管理费用较去年同期增长800万，其中研发费用增长约400万，员工的薪酬有一定的增加。另外公司对长期贷款6000万元的贷款利息予以资本化使得财务费用增加，营业收入减少的原因在于浙江地区的招标情况不太好。从总体上来讲，公司经营情况并没有实质变化，短期业绩波动不改长期的发展趋势。

### 2.3 控股子公司华仁塑胶

华仁药业在上市前，控股公司华仁世纪转让了三家子公司的股权，全资子公司华仁塑胶是后来收购回来的，现主攻SPC产品，已具备年产8000万套新型连接口管盖的生产能力，可配套公司4000万袋非PVC 软袋输液生产需求。不过现有产能主要是供应配套的产品，尚没有过剩产能去对外出售。公司拟通过此次增发，由华仁塑胶新建SPC 生产线，本募投项目实施完成后华仁塑胶的新型连接口管盖生产能力将达到3亿套（1.5亿袋），能基本满足公司非PVC软袋三期工程完工后的产能需求。

## 3. 公司的优势分析

在对公司深入了解后，认为公司近几年发展迅速，已具备在非PVC软袋领域的竞争优势，在募投项目建成后，业绩很有可能再次大幅度提升。公司的双管双阀非PVC软袋，定位于高端市场，膜材的自主化和SPC组合盖的工艺有助于降低生产成本。现有的输液产品近90%都是基础性的输液，公司注重向治疗性输液产品倾斜，预计未来会诞生一至两个销售过亿的主打产品，看好血液净化系列的发展潜力，血液滤过液和腹膜透析液是未来发展的重要驱动力。

### 3.1 专注非PVC软袋输液产品

公司专注于非PVC软袋输液产品，其代表了目前大输液行业的主流发展趋势。公司自主研发的新型接口管盖、双管双阀生产工艺和无菌包装工艺在市场上有一定的竞争优势。目前双管双阀非PVC软袋生产厂家不多，竞争对手大致有四家，而公司的非PVC软袋为招标的单列产品，享有一定的定价优势。

从总体上讲，现有产能为1亿袋，到2012年的产能扩充至1.55亿袋，相对于市场21亿袋的容量而言，市场占有率约为7%，比目前5%市场份额略有上升。目前公司的规模较小，因此专注于某一类产品是发展的必经之路，只有将主业做好，在该领域取得一定的优势后才能成长为大公司，纵观许多大型医药公司的发展足迹，公司有复制该成长方式的可能。

### 3.2 定位于高端，向上游延伸

现有产品主要是普通输液，近几年占公司主营的比例分别是88.81%、88.09%、91.57%、89.82%，普通输液竞争激烈，且毛利率低，公司现在的工作正朝向附加值高、市场竞争力强的品种倾斜，脂肪乳、氨基酸、代血浆、器官保存液等非PVC软包装项目取得了可喜的进展与突破。今年的研发费提升比重较大，预计明年可能达到2500万元的支出。看好在研新品中的器官保存液、肠外营养液、腹膜透析液。随着治疗性输液的获批，未来3-5年其占主营比例将提高到50%，能改变目前基础性输液比重过大的问题。

从招标政策看，产品降价的可能性较大，要求公司对成本控制力更高。2007年开始，华仁塑胶生产的新型接口管盖，降低了单位产品26%的成本。另外，非PVC输液包装膜材占整个成本的20-30%，公司正向加拿大阿尔法薄膜公司引进技术和设备，预计明年建成项目，后年可以获批生产，不仅打通整个上下游，还能节约8%的成本。

公司的营销模式和科伦、济民的模式不一样，公司主要做直销，大部分区域都有自主的营销团队，与医院和医药公司建立良好的合作关系，现自主销售的收入占总营收的60%。现有销售人员160人，今年计划达到240人，明年可能扩展300人，以支持公司产能的扩展。未来江苏、河南、陕西等将作为重点培养区域。

### 3.3 重点在血液净化系列

看好公司500万血液滤过置换袋项目，发展空间较大。目前我国血滤的需求超过5000万袋，由于许多医院对置换液都采取自配的形式，因此如果将血滤产品推广开，市场需求远不止这些，保守预计需求在1亿袋以上。现有三家企业获得血液滤过置换液生产批件，这个市场还处于垄断性的竞争阶段，公司募投项

目明年投产后，血滤产品可以快速进入市场。

腹膜透析液将是未来发展的一个亮点，美国的百特占据国内90%以上的市场份额，百特年产2000万袋，市场销售额在9亿元左右。如果公司的非PVC软袋腹膜透析液相比百特的输液包装有一定的取代效应。从目前情况看16万的肾病患者，做腹膜透析的病人在1万多人，仍有很多病患主要使用血透和血滤，如果腹膜透析的使用方便性能被病患接受的话，腹膜透析的空间可以迅速打开。公司现着手腹膜透析的准备工作，保守估计2012年可以达到300万袋的销量。

本次募集项目将用于增加企业非PVC 软袋5,500万袋的生产能力，其中包含5,000万基础性输液用袋和500万血液滤过置换袋。项目预计需要明年年底完工，达产后可以满足企业未来发展的产能需求。治疗性输液特别是血液净化系列在主营产品中的比重将会增大，成为公司新的利润增长点。

#### 4. 风险与提示

公司的销售区域大部分采用直销的方式，相对于代理而言，直销对终端控制力更强，能获得较高的毛利率。但是应收账款较多，2009年的应收账款占主营收入的45.8%，加重了财务负担。另外给予医院的账期时间比较长。特别是北方地区的延迟还款问题比较严重，存在较大的坏账和资金短缺等风险。

非PVC软袋产品主要定位于高端，具有较高的进入壁垒，但是容易受到低端产品抢占市场。价格相对于塑料瓶和PVC软袋较高，有下降的可能。今年各招标地区政策变化较大，招标情况有所变动，对业绩会有一定的影响。

山东市场竞争比较激烈，齐鲁和华鲁都具有非PVC软袋的生产线，从区域销售看，近几年山东省的销售额比重下降较大，07-10年的比重分别是45.23%、19.52%、15.43%、10.96%。行业龙头科伦药业的直立式软袋，在价格方面对公司构成一定的竞争威胁，科伦在许多省市的扩张也将对公司未来的发展有所影响。

#### 5. 盈利预测与估值：

公司在非PVC软袋输液领域具有龙头优势，所处细分行业也处于快速扩容阶段，看好公司拥有的新型组合连接管口盖和双管双阀生产工艺，在与同类产品竞争中的竞争优势，公司正在将输液产品的重点向治疗性输液倾斜，未来的看点在于血液滤过液和腹膜透析液，预计明年募投项目投产后公司的产能会进一步放大，看好公司在明后几年的发展空间。预测公司2010-2012年EPS分别为0.34元、0.50元、0.73元，预计归属母公司的收益同比增长19.2%，48.3%，45.9%，对应的动态市盈率是57.2倍、38.6倍、26.4倍。目前该公司所处创业板的总体估

值水平偏高，考虑到公司在细分行业的地位、产品的竞争力以及未来几年业绩能持续稳定增长，我们给予长期“推荐”评级。

表格 3：公司主营收入预测表

| 收入预测表 |       | 单位:百万元 |       |       |       |
|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度  |       | 2009A  | 2010E | 2011E | 2012E |
| 普通输液  | 销售收入  | 264.2  | 356.7 | 492.2 | 689.1 |
|       | 同比增长率 | 44.5%  | 35.0% | 38.0% | 40.0% |
|       | 毛利率   | 57.4%  | 57.0% | 56.0% | 55.0% |
| 治疗性输液 | 销售收入  | 20.5   | 27.7  | 38.8  | 56.2  |
|       | 同比增长率 | -8.5%  | 35.0% | 40.0% | 45.0% |
|       | 毛利率   | 62.5%  | 63.0% | 63.0% | 63.0% |
| 其他产品  | 销售收入  | 3.8    | 6.1   | 9.8   | 15.6  |
|       | 同比增长率 | 65.2%  | 60.0% | 60.0% | 60.0% |
|       | 毛利率   | 2.3%   | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 合计    | 销售收入  | 288.5  | 390.5 | 540.7 | 760.9 |
|       | 同比增长率 | 39.0%  | 35.3% | 38.5% | 40.7% |
|       | 毛利率   | 57.1%  | 56.6% | 55.6% | 54.6% |

资料来源：WIND，南京证券研究所

| 资产负债表          |       | 单位：百万元  |         |         |  |
|----------------|-------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度           | 2009A | 2010E   | 2011E   | 2012E   |  |
| <b>流动资产</b>    | 271.6 | 986.0   | 1,055.1 | 1,147.3 |  |
| 货币资金           | 27.8  | 658.7   | 602.0   | 511.8   |  |
| 应收款项           | 151.2 | 199.1   | 270.3   | 372.7   |  |
| 存货             | 48.3  | 67.8    | 96.0    | 138.1   |  |
| 预付款项           | 44.1  | 59.3    | 84.0    | 120.9   |  |
| 其他流动资产         | 0.2   | 1.2     | 2.7     | 3.8     |  |
| <b>非流动资产</b>   | 364.2 | 395.6   | 420.0   | 464.9   |  |
| 长期投资           | 0     | 0       | 0       | 0       |  |
| 固定资产           | 345.9 | 376.8   | 400.7   | 444.7   |  |
| 无形资产           | 17.1  | 17.6    | 18.0    | 18.8    |  |
| 其他             | 1.2   | 1.2     | 1.3     | 1.4     |  |
| <b>资产总计</b>    | 635.8 | 1,381.6 | 1,475.0 | 1,612.2 |  |
| <b>流动负债</b>    | 262.0 | 260.1   | 288.9   | 331.6   |  |
| 短期借款           | 190.0 | 190.0   | 190.0   | 190.0   |  |
| 应付账款           | 39.0  | 46.9    | 66.5    | 95.7    |  |
| 其他             | 262.0 | 275.3   | 309.9   | 361.2   |  |
| <b>非流动负债</b>   | 60.0  | 60.7    | 61.0    | 61.4    |  |
| 长期借款           | 60.0  | 60.0    | 60.0    | 60.0    |  |
| 其他             | 0     | 0.7     | 1.0     | 1.4     |  |
| <b>负债总计</b>    | 322.0 | 320.8   | 349.8   | 392.9   |  |
| 股本             | 160.0 | 863.6   | 863.6   | 863.6   |  |
| 留存收益           | 153.8 | 197.2   | 261.6   | 355.6   |  |
| <b>股东权益合计</b>  | 313.8 | 1,060.8 | 1,125.2 | 1,219.2 |  |
| 少数股东权益         | 0     | 0       | 0       | 0       |  |
| 归属母公司股权        | 313.8 | 1,060.8 | 1,125.2 | 1,219.2 |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 635.8 | 1,381.6 | 1,475.0 | 1,612.2 |  |

| 现金流量表          |       | 单位：百万元 |       |        |  |
|----------------|-------|--------|-------|--------|--|
| 会计年度           | 2009A | 2010E  | 2011E | 2012E  |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 32.7  | 25.0   | 46.6  | 54.9   |  |
| 净利润            | 60.7  | 72.4   | 107.3 | 156.7  |  |
| 折旧摊销           | 19.3  | 28.4   | 30.8  | 32.8   |  |
| 财务费用           | 12.4  | 10.0   | 7.1   | 7.8    |  |
| 投资损失           | -1.6  | -1     | -2    | -3     |  |
| 营运资金变动         | -57.7 | -85.4  | -97.0 | -139.8 |  |
| 其他             | -0.4  | 0.7    | 0.3   | 0.4    |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -32.3 | -58.7  | -53.2 | -74.7  |  |
| 资本支出           | -33.7 | -59.7  | -55.1 | -77.6  |  |
| 长期投资减少         | 1.6   | 1      | 2     | 3      |  |
| 其他             | -0.2  | 0      | -0.1  | -0.1   |  |
| <b>融资活动现金流</b> | -1.4  | 664.7  | -50.0 | -70.5  |  |
| 短期借款增加         | 21    | 0      | 0     | 0      |  |

| 利润表              |       | 单位：百万元 |       |       |  |
|------------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度             | 2009A | 2010E  | 2011E | 2012E |  |
| <b>营业收入</b>      | 288.5 | 390.3  | 540.6 | 760.7 |  |
| 营业成本             | 123.9 | 186.7  | 258.8 | 365.3 |  |
| 营业税金及附加          | 2.2   | 3.1    | 4.3   | 6.1   |  |
| 销售费用             | 54.8  | 75.8   | 108.7 | 154.7 |  |
| 管理费用             | 17.5  | 23.3   | 26.4  | 29.9  |  |
| 财务费用             | 12.4  | 10.0   | 7.1   | 7.8   |  |
| 资产减值损失           | 2.9   | 2.0    | 3.0   | 4.0   |  |
| 公允价值变动           | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| 投资净收益            | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| <b>营业利润</b>      | 74.8  | 89.5   | 132.2 | 192.8 |  |
| 营业外收益            | 1.6   | 1.0    | 2.0   | 3.0   |  |
| <b>利润总额</b>      | 76.4  | 90.5   | 134.2 | 195.8 |  |
| 所得税              | 15.7  | 18.1   | 26.8  | 39.2  |  |
| <b>净利润</b>       | 60.7  | 72.4   | 107.3 | 156.7 |  |
| 少数股东权益           | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 60.7  | 72.4   | 107.3 | 156.7 |  |
| EBITDA           | 97.6  | 129.8  | 173.1 | 237.4 |  |
| EPS(元)           | 0.28  | 0.34   | 0.50  | 0.73  |  |

| 主要财务比率          |       |        |        |        |  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度            | 2009A | 2010E  | 2011E  | 2012E  |  |
| <b>成长能力</b>     |       |        |        |        |  |
| 营业收入            | 39.0% | 35.3%  | 38.5%  | 40.7%  |  |
| 净利润             | 30.5% | 19.2%  | 48.3%  | 45.9%  |  |
| EBITDA 增长率      | 28.7% | 33.0%  | 33.4%  | 37.1%  |  |
| <b>盈利能力</b>     |       |        |        |        |  |
| 毛利率             | 56.8% | 55.8%  | 54.8%  | 53.8%  |  |
| 净利率             | 21.0% | 18.5%  | 19.9%  | 20.6%  |  |
| EBITDA/营业收入     | 33.8% | 33.3%  | 32.0%  | 31.2%  |  |
| 净资产收益率 (ROE)    | 22.7% | 10.5%  | 9.8%   | 13.4%  |  |
| 资产回报率 (ROA)     | 10.6% | 7.2%   | 7.5%   | 10.1%  |  |
| <b>偿债能力</b>     |       |        |        |        |  |
| 流动比率            | 1.04  | 3.79   | 3.65   | 3.46   |  |
| 速冻比率            | 0.68  | 3.30   | 3.02   | 2.67   |  |
| 现金比率            | 10.6% | 253.3% | 208.4% | 154.4% |  |
| <b>营运能力</b>     |       |        |        |        |  |
| 应收款项周转率         | 2.21  | 2.23   | 2.30   | 2.37   |  |
| 存货周转率           | 3.25  | 2.92   | 2.93   | 2.95   |  |
| 应付账款周转率         | 3.67  | 3.94   | 4.23   | 4.26   |  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |        |        |        |  |
| 每股收益            | 0.28  | 0.34   | 0.50   | 0.73   |  |
| 每股经营现金流         | 0.15  | 0.12   | 0.22   | 0.26   |  |

|           |      |       |       |       |       |      |      |      |      |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
| 长期借款增加    | -20  | 0     | 0     | 0     | 每股净资产 | 1.5  | 5.0  | 5.3  | 5.7  |
| 股本与资本公积增加 | 10   | 703.6 | 0     | 0     | 估值比率  |      |      |      |      |
| 其他        | 0    | -29.0 | -42.9 | -62.7 | P/E   | 68.2 | 57.2 | 38.6 | 26.4 |
| 现金净增加额    | -1.0 | 630.9 | -56.7 | -90.3 | P/B   | 13.2 | 3.9  | 3.7  | 3.4  |

数据来源：WIND，南京证券研究所

**南京证券上市公司投资评级标准：**

强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；

推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；

中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；

回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。