

翰宇药业 (300199) 化学制药行业

新股研究

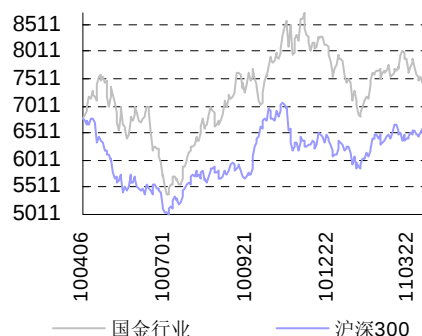
上市定价(人民币): 26.50-31.00 元

品种储备丰富的多肽制剂新星

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	30.19
发行A股数量(百万股)	25.00
总股本(百万股)	100.00
国金化学制药指数	7541.52
沪深300指数	3311.07



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.472	0.705	0.882	1.235	1.572
每股净资产(元)	1.70	2.41	10.19	11.34	12.91
每股经营性现金流(元)	0.35	0.73	0.83	1.18	1.62
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	64.09	64.09	64.09	64.09	64.09
净利润增长率(%)	78.09%	49.43%	66.92%	39.98%	27.30%
净资产收益率(%)	27.69%	29.26%	8.66%	10.89%	12.17%
总股本(百万股)	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司是国内化学合成多肽药物品种最多的企业之一, 集原料药生产、制剂生产及定制服务于一体:
 - 多肽制剂是公司最主要的销售收入来源, 销售收入 1.07 亿元, 占比 88.56%, 多肽原料药和客户太定制则是公司的业务补充。
 - 在多肽制剂的产品构成中, 目前的产品“三分天下”, 注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液是主要产品。
- 公司立足的多肽药物行业正处于朝阳发展期, 国际上已经上市的多肽药物有 50 多种, 并有上百种多肽类新药进入临床前和临床研究阶段, 不少多肽药物上市后立即成为销售数亿美元的药品。我国多肽药物市场规模逐年扩容, 2006-2009 年 4 年平均复合增长率达到 20.68%, 其中化学合成多肽药物的复合年增长率则达到 28.59%。
- 公司的多肽药物产品品种齐全, 公司主要产品市场占有率均在国内排名前列。胸腺五肽, 公司 2010 年的产品增长率达到 70%, 收入近 5000 万元, 占公司销售收入的 46.22%, 是目前最主要的收入来源; 生长抑素是公司第二大品种, 公司连续三年牢牢占据市场份额第二, 具有较强潜力; 醋酸去氨加压素 2010 年市场整体增速放缓, 销售收入略有下降, 但仍然占据市场 50% 的份额。
- 公司保持较高的研发投入, 在研产品储备丰富。爱啡肽、阿托西班、卡贝缩宫素为国内独家, 预计产品上市后有望成为重量级产品。
- 公司募投项目的建设主要用于扩充产能, 将新建 3 条多肽药物制剂生产线, 多肽药物制剂中试平台的建设则将为公司“三位一体”的模式奠定发展基石。
- 盈利预测和投资建议: 在一定的假设基础上, 我们预测公司 2011、2012、2013 年 EPS 为 0.882 元、1.235 元、1.572 元, 同比增长 66%、40%、27%。按照 2011 年 30-35 倍估值, 合理价格在 26.5-30.8 元。
- 风险提示: 新产品进程不达预期; 产品市场拓展不达预期; 产品价格波动;

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

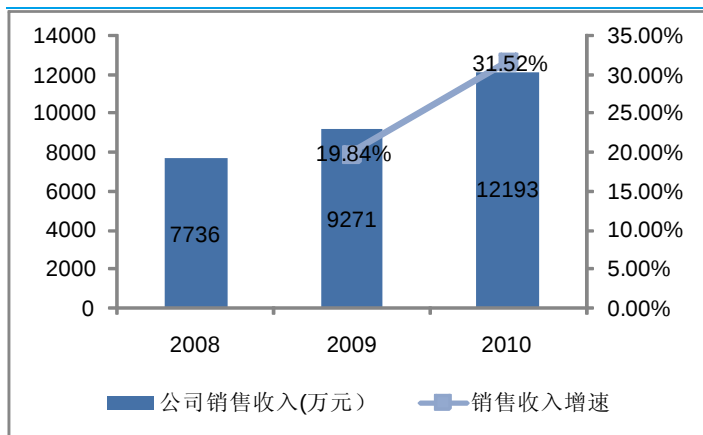
李龙俊 分析师 SAC 执业编号: S1130511030032
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

公司是具有优质成长性的化学合成多肽药物新星

公司整体业绩增长较快

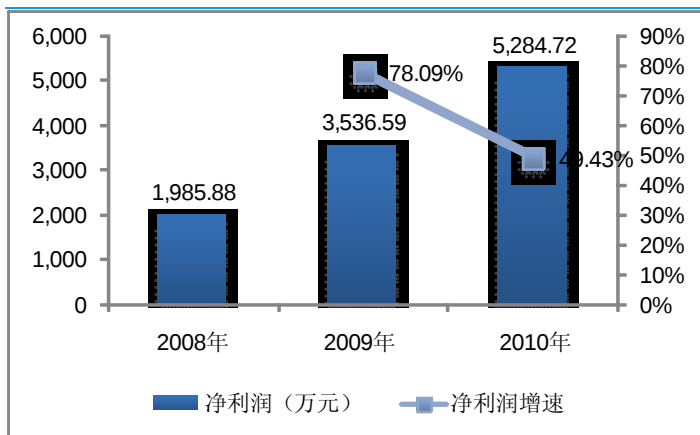
- 公司是国内化学合成多肽药物品种最多的企业之一，集原料药生产、制剂生产及定制服务“三位一体”。2010 年销售收入总计 12193 万元，复合增速 25.54%。净利润 5284.72 万元，复合增速 63.13%。

图表 1：公司过去三年销售收入统计



来源：国金证券研究所 招股说明书

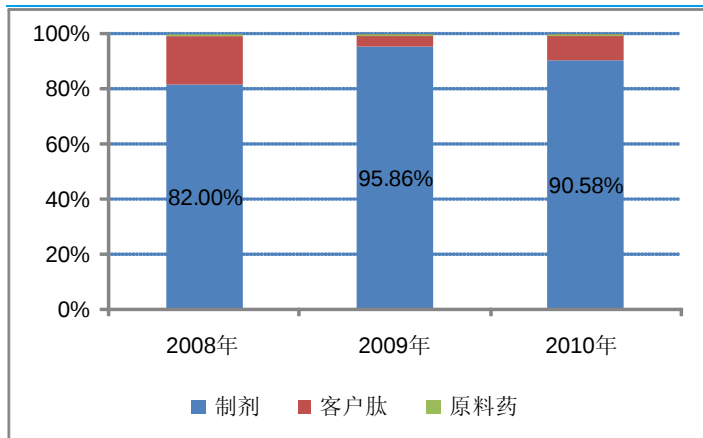
图表 2：公司过去三年净利润水平统计



公司产品毛利率水平较高

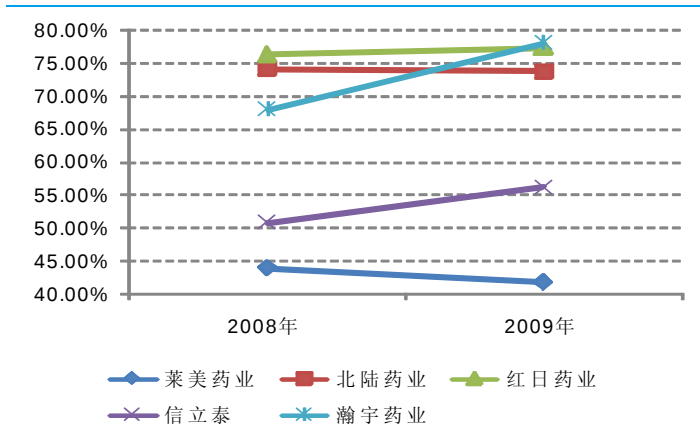
- 2010 年公司多肽制剂业务毛利 8307.72 万元，毛利率 77.41%，占公司综合毛利率 90.58%。三大主要产品注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液贡献总毛利率的 75.57%。

图表1：公司毛利率构成



来源：国金证券研究所 招股说明书

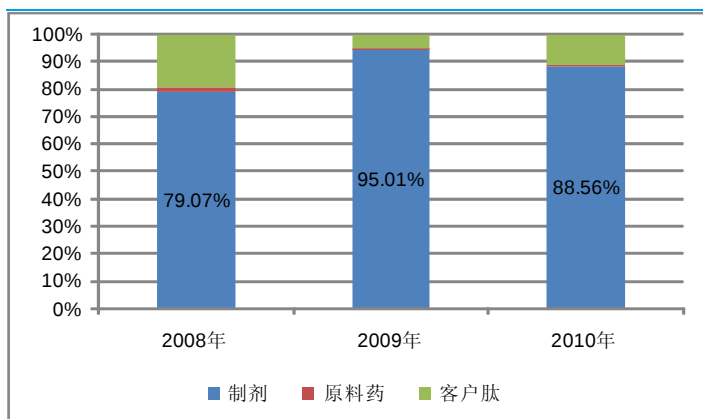
图表2：公司综合毛利率较高



多肽制剂是公司最主要的销售收入来源

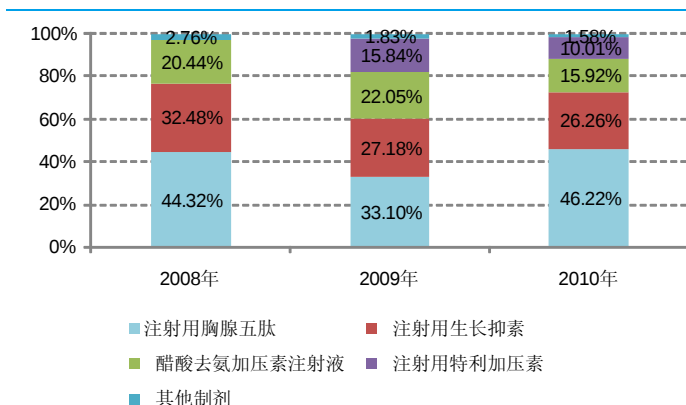
- 2010 年公司多肽制剂销售收入 10731.66 万元，是公司最主要的收入来源，占 88.56%份额。而多肽原料药和客户肽定制则是公司的业务补充。
- 在多肽制剂的产品构成中，目前的产品“三分天下”，三大主导产品注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液合计占 88.4%份额。其中醋酸去氨加压素注射液和注射用特利加压素两大多肽制剂是国内首仿药品。

图表5：多肽制剂是公司主要的收入来源



来源：国金证券研究所，招股说明书

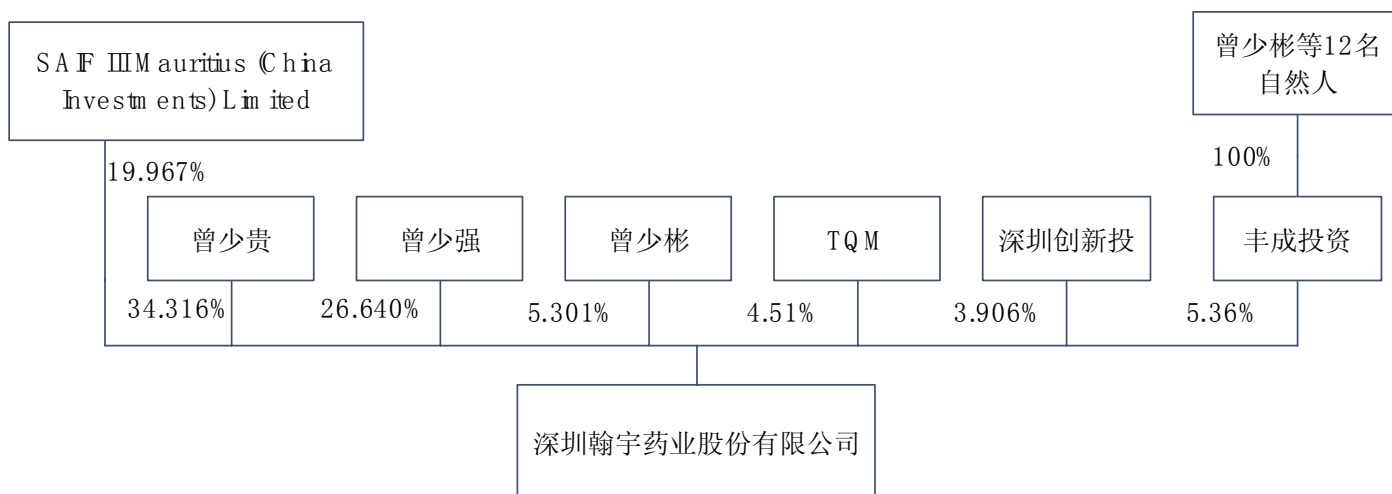
图表6：公司多肽制剂产品构成



公司是一家股权较为集中的民营企业

- 本次发行前公司总股本 7500 万股，发行后总股份为 1 亿股。
- 公司的实际控制人是董事长曾少贵、副董事长曾少强及公司监事曾少彬，他们为兄弟关系，发行后合计直接持有公司 49.69% 的股份，占绝对的控股地位。其他管理层通过丰成投资累计持有公司 4.02% 的股份。

图表3：公司股权结构图



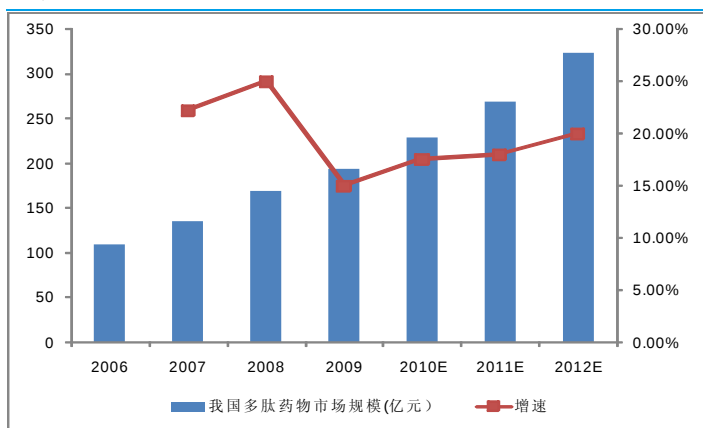
来源：国金证券研究所，招股说明书

公司所处的多肽药物行业正处于朝阳发展期

- 多肽是涉及生物体内各种细胞功能的生物活性物质，广泛运用在激素、神经、细胞生长和生殖等各个领域。通常氨基酸链连接数量少于 100 个的成为多肽，氨基酸数量 100 个以上的称为蛋白质。
- 目前多肽产品已经广泛运用于医药、食品、保健品、化妆品、生物材料等众多领域。在医药领域开发出多种多肽疫苗、多肽诊断试剂、多肽芯片、多肽药物等。

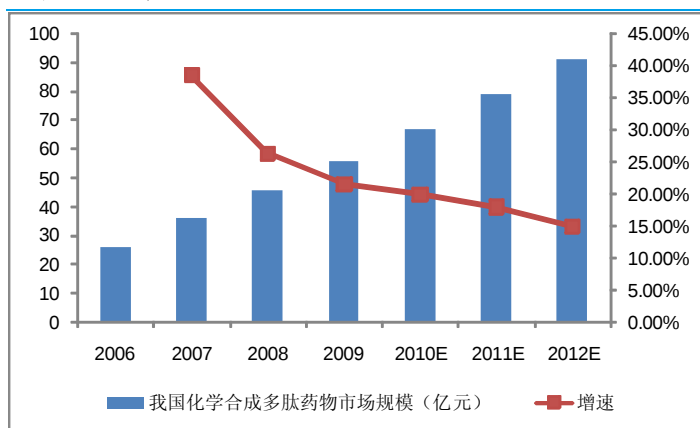
- 多肽药物副作用小、疗效好、消耗低、产出高，因此被国际众多制药巨头作为新药研发的重要方向。目前主要通过化学合成、基因重组和动植物提取中获得。动植物体内含量甚微，纯度也不够。基因重组则主要用于长肽的制备。多肽药物中发展最快的是化学合成多肽药物。
- 多肽药物已成为医药领域增速最快的分支之一。不少药品一经问世即成为重磅炸弹级产品。
 - 2006 年全球蛋白质/多肽药物销售额已经超过 600 亿美元，2008 年销售额在 750-800 亿美元，年增长率超过 20%。
 - 国际上已经上市的多肽药物有 50 多种，并有上百种多肽类新药进入临床前和临床研究阶段。不少多肽药物上市后立即成为销售数亿美元的重磅药品。2009 年醋酸格拉替雷全球销售 31.8 亿美元，醋酸亮丙瑞林销售 21.2 亿美元，醋酸戈舍瑞林达 11.4 亿美元。
 - 我国多肽药物市场规模逐年扩容，2006 年开始市场销售额保持快速增长，每年市场增速高于 15%，2006-2009 年 4 年平均复合增长率达到 20.68%，而化学合成多肽药物的复合年增长率则达到 28.59%。

图表4：多肽药物市场增速超过 15%



来源：国金证券研究所，招股说明书

图表5：化学合成多肽药物市场规模



公司是国内化学合成多肽药物的龙头企业

公司的多肽药物产品品种齐全，竞争优势显著

- 目前我国多肽药物主要以进口为主，国外产品占据了多肽药物的大部分市场份额。国内上市的多肽药物 17 种，国内能生产的仅 11 种，众多品种均来自进口。
- 国产多肽药物生产企业以动植物提取为主，通过化学合成生产多肽药物厂商较少。除公司外，仅有海南中和、海南双成、北京双鹭等少数几家企业，市场竞争相对缓和。
- 公司的多肽药物产品最齐全。根据下表可以看出，丰富的产品给公司带来竞争优势。公司主要产品市场占有率均在国内排名前列。除进口辉凌制药的产品，特利加压素为国内独家生产产品。

图表6：化学合成多肽药物主要生产厂商和产品

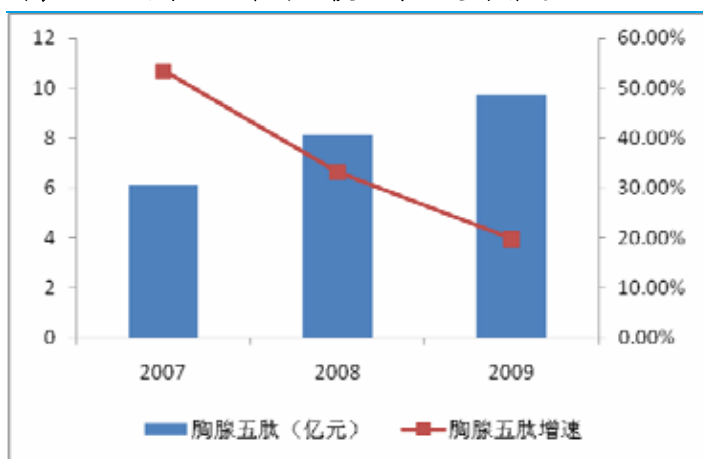
	胸腺五肽	胸腺法新	生长抑素	鲑降钙素	奥曲肽	缩宫素	曲普瑞林	去氨加压素	特利加压素	胰高血糖素
翰宇药业	✓		✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓
海南中和	✓	✓	✓	✓	✓			✓		
海南双成	✓	✓	✓							
成都地奥	✓	✓								
北京双鹭	✓		✓	✓	✓					
成都天台山	✓		✓		✓					
常四药	✓		✓							
长春一心	✓				✓					

来源：国金证券研究所

公司主要多肽制剂产品市场份额占据前三

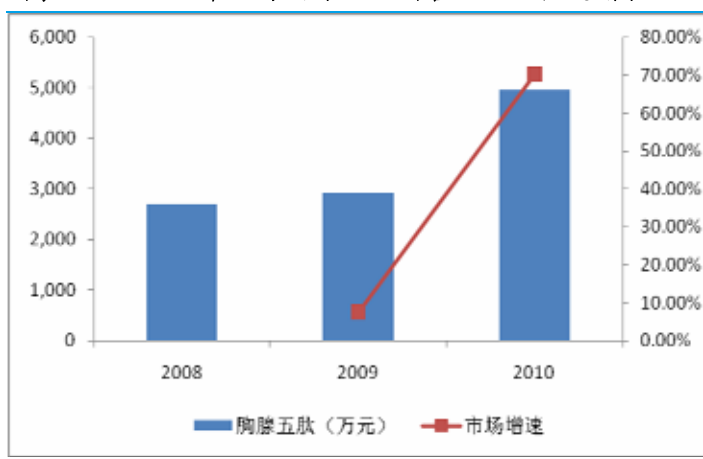
- 公司制剂产品主要包括胸腺五肽、注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液和注射用特利加压素。其中前三种产品的市场份额均名列前三，特利加压素除从辉凌进口，国内为独家产品。
- 胸腺五肽：
 - 胸腺五肽是免疫调节药物，适用于恶性肿瘤病人因放疗、化疗所致的免疫低下；慢性乙肝患者；各种原发性或者继发性 T 细胞缺陷病和一些自身免疫性疾病，适用症广泛。
 - 胸腺五肽在我国医药市场中的用药规模逐年扩容，目前的销售额已经超过 10 亿元，近三年增速放缓，但仍然以超过 20% 的增长率扩张。
 - 公司的胸腺五肽产品 2009 年以后进入 13 个省的医保增补目录，占据全国 16.26% 的份额，排名第三。公司 2010 年的产品增长率达到 70%，占公司销售收入的 46.22%，是目前最主要的收入来源。
 - 公司目前主推的 10mg 规格的产品价格较高，并且受国家最高限价降价因素影响不大，在陆续进入各地医保范围之后，公司的产品将继续保持较快增长。预计未来三年仍将保持 20% 的年均复合增长率。

图表 11：胸腺五肽市场规模保持一定的增速



来源：国金证券研究所 招股说明书

图表 12：2010 年公司胸腺五肽销售额呈现快速增长

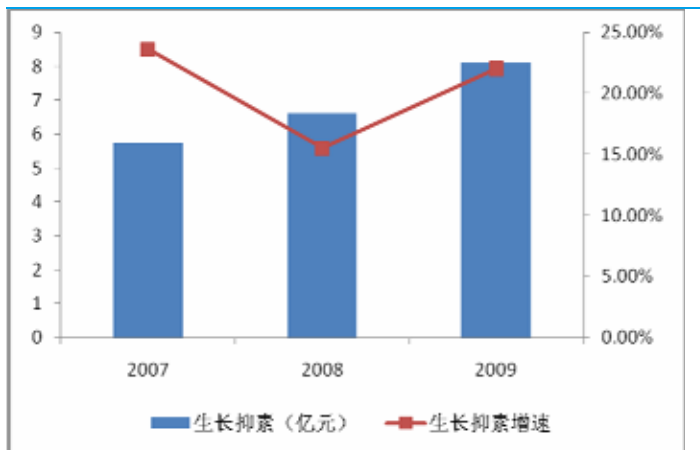


■ 生长抑素：

- 生长抑素能有效调节多种激素和神经递质释放，抑制细胞增殖、参与认知等多种功能。在急性食道静脉曲张出血、严重急性胃溃疡或十二指肠溃疡出血、出血性胃炎、胰腺外科、胰胆肠痿的辅助治疗、糖尿病酮症酸中毒等有广泛运用。
- 生长抑素每年用药增长率超过 15%，目前市场规模也接近 10 亿。生长抑素是公司的第二大品种，占 2010 年总销售收入 26.26%。

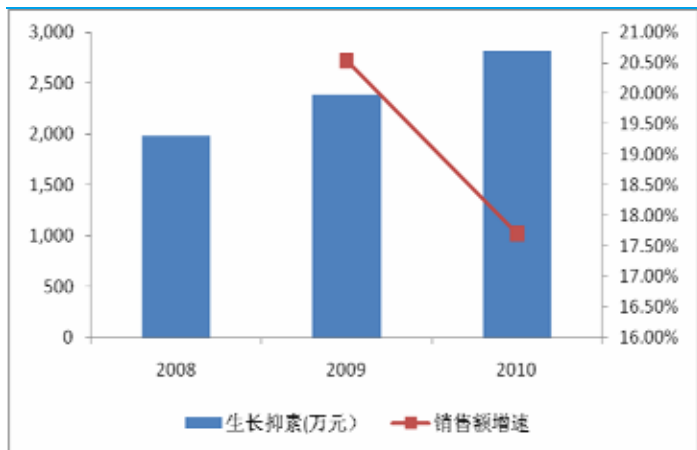
- 生长抑素国内上市的品牌较多，以进口产品为主，瑞士雪兰诺公司的产品占市场的主要份额，但公司连续三年牢牢占据市场份额第二。
- 我们认为，进口产品因价格高昂，国产产品在保证安全性的前提下逐步侵蚀进口产品成为必然。因此公司的生长抑素仍然具有较强的潜力。

图表 13：生长抑素市场规模持续扩容



来源：国金证券研究所 招股说明书

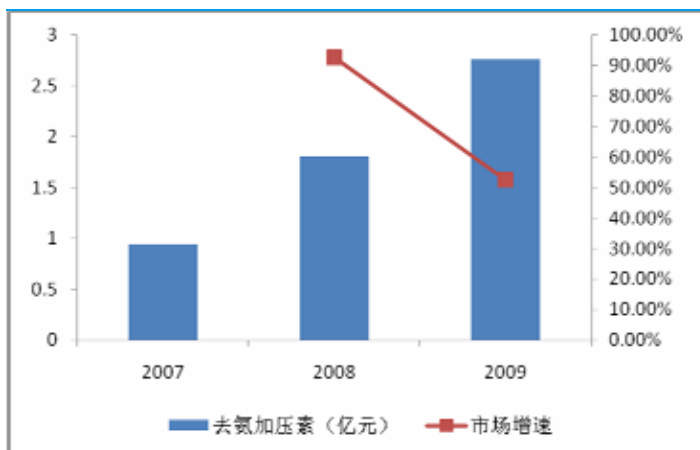
图表 14：公司生长抑素销售额增长高于行业增速



■ 醋酸去氨加压素注射液：

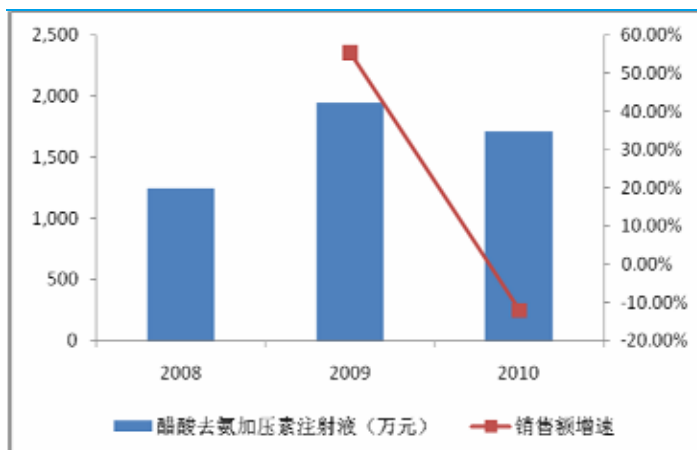
- 醋酸去氨加压素主要用于手术前后止血，相比同样止血的抑肽酶注射液，具有更高效和安全的优势，逐步成为市场用药的主流。
- 去氨加压素 2007-2009 年三年间市场用药翻番，市场规模从 2007 年的不足 1 亿上升到 2009 年的 2.76 亿元，三年的市场复合增长率达到 71.35%。
- 2009 年公司醋酸去氨加压素注射液以 46.07% 的市场份额占据首位。2010 年市场整体增速放缓，公司的销售收入略有下降，但仍然占据市场 50% 的份额。

图表 15：去氨加压素市场增速超过 50%



来源：国金证券研究所 招股说明书

图表 16：公司去氨加压素销售规模保持稳定



图表 17：公司三大多肽制剂产品市场份额占据前三

胸腺五肽	2009 年	2008 年	2007 年
市场份额 (排名)	16.26% (第三)	19.39% (第二)	16.46% (第二)
生长抑素			
市场份额 (排名)	13.13% (第二)	14.19% (第二)	15.33% (第二)
去氨加压素			
市场份额 (排名)	46.07% (第一)	41.15% (第一)	23.16% (第三)

来源：国金证券研究所 招股说明书

公司有较丰富的新产品储备库，且结构合理

- 公司现有 10 多个多肽药物上市，已经取得国家新药证书 7 个，国家新药临床试验批件 5 个，药品批准文号 45 个。还有十多个多肽药物正在研发中，研究方向涉及心脑血管、肿瘤、免疫调节、老年痴呆、糖尿病等领域，形成了结构合理、产品丰富的储备库。
- 爱啡肽：爱啡肽具有非常强大的抗血小板集聚作用，对于不稳定性心绞痛、非 ST 段抬高的心肌梗死和冠脉介入治疗具有良好的疗效。1998 年在美国上市，2007 年美国市场的销售额 3.32 亿美元。爱啡肽目前尚未在我国市场生产和销售。公司开发的爱啡肽注射液上市后，具有垄断性优势。
- 阿托西班：阿托西班用于抑制宫缩，达到保胎的目的。早产是妇产科常见的并发症之一，随着生活节奏和压力的加大，年轻人发生早产的几率成显著上升的趋势。目前国内阿托西班注射液全部进口于瑞典辉凌，若产品进入市场，将为公司业绩做出重要贡献。
- 卡贝缩宫素：国内市场上仅有辉凌公司的产品上市。进口产品价格昂贵，目前列为国家医保乙类产品，作为抢救用。公司的卡贝缩宫素是国内首家申报产品。相比进口产品，公司的产品具备价格优势和推广优势，产品的市场前景看好。

图表 18：公司在研产品储备品种多

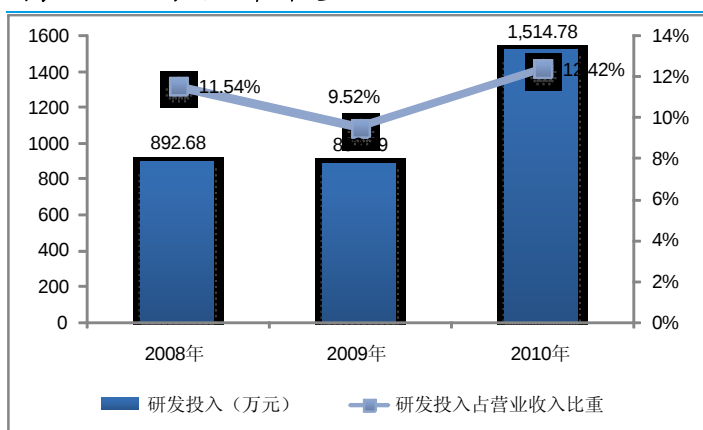
序号	项目名称	类别	适应症	进展情况	拟达成目标
1	爱啡肽及爱啡肽注射液	化药 3 类	心血管疾病	已申请注册	获得新药证书及药品注册批件
2	硫普罗宁片	化药 6 类	保肝	已申请注册	获得药品注册批件
3	醋酸普兰林肽及醋酸普兰林肽注射液	化药 3 类	糖尿病	已申报临床	获得临床批件
4	胸腺法新及注射用胸腺法新	化药 6 类	免疫调节	已申请注册	获得药品注册批件
5	卡贝缩宫素及卡贝缩宫素注射液	化药 6 类	助产，降低产后出血	已申请注册	获得药品注册批件
6	阿托西班及阿托西班注射液	化药 3+6 类	预防早产	即将申请注册	获得药品注册批件
7	西曲瑞克及注射用西曲瑞克	化药 3+6 类	抗癌	即将申请注册	获得药品注册批件
8	PP0301 肽及其制剂	化药 1.1 类	老年痴呆	临床前研究阶段	获得临床批件
9	B0202 合成肽及其制剂	化药 1.1 类	内毒素休克合并肝损伤	临床前研究阶段	获得临床批件
10	CB5005 及其制剂	化药 1.1 类	抗癌	临床前研究阶段	获得临床批件
11	胸腺法新鼻喷剂	化药 2 类	免疫调节	临床前研究阶段	获得临床批件
12	奈西立肽及注射用奈西立肽	化药 3 类	心血管疾病	临床前研究阶段	获得临床批件
13	格拉替雷及注射用格拉替雷	化药 3 类	免疫调节	临床前研究阶段	获得临床批件
14	注射用醋酸曲普瑞林缓释微球	化药 6 类	缓控释注射剂抗癌	临床前研究阶段	获得生产批件
15	布舍瑞林及布舍瑞林注射液	化药 3 类	前列腺癌、乳腺癌	临床前研究阶段	获得临床批件
16	恩夫韦肽及注射用恩夫韦肽	化药 3+6 类	抗艾滋	临床前研究阶段	获得临床批件
17	麝香酮素及注射用麝香酮素	化药 1 类	降血压	临床前研究阶段	获得临床批件

来源：国金证券研究所，招股说明书

公司研发投入一直保持在较高水平

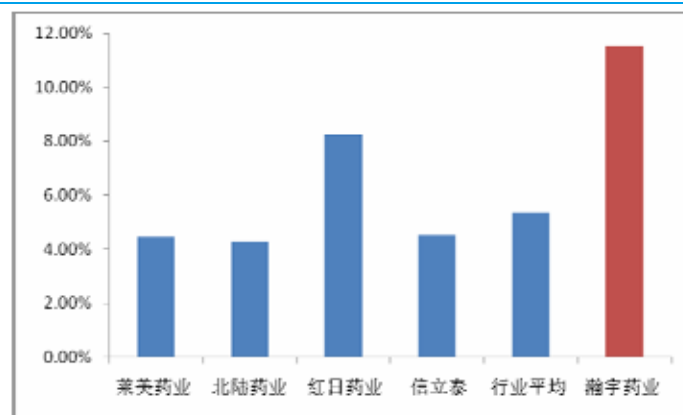
- 多肽药物行业是典型的“高投入、高风险、高产出、长周期”，公司始终保持较高的研发投入。公司的研发力量非常强大，主要管理层均为技术出身，掌握多肽药物最新的前沿发展趋势，研发队伍拥有一批海外回国博士后、博士、硕士等高素质团队。
- 公司多肽研发中心承担多项国家、省级、市级研究课题。2010 年公司投入 1514.78 万元用于多肽药物研发，占营业收入的 12.42%。远高于同行业可比上市公司最高水平。高投入保证了企业的领先优势。目前公司核心技术水平已经居于国内领先、国际先进水平。
- 公司现有 10 多个多肽药物上市，还有 10 多个多肽药物正在研发中，研究方向涉及心脑血管、肿瘤、免疫调节、老年痴呆、糖尿病等领域。在研产品中有多个产品是国内独家品种。预计未来几年，每年都将有 2-3 个重量级产品上市。

图表 19：公司近三年研发投入



来源：国金证券研究所 招股说明书

图表 20：公司的研发投入比例相对较高



公司未来有望逐步开拓海外市场

- 比伐卢定是公司定位于海外市场而开发的产品。2007-2009 年全球市场销售额分别为 2.6 亿美元、3.5 亿美元和 4 亿美元，复合增速 24%，具有良好的成长性。公司已经着手申请美国的 ANDA 文号，以此产品为契机，打开原料药和制剂出口的大门。
- 多肽原料药主要生产商在欧美国家，目前公司原料药业务的市场也主要是国际市场，但所占销售额仍然非常小。原料药销售没有中间环节，销售费用低，利润水平很高。国内的原料药生产拥有巨大的价格优势，如果通过相关国家监管机构的审批，将为公司的原料药出口提供新的空间。

公司募投资金项目：扩产和研发

- 募投项目的建设主要用于扩充产能，将新建 3 条多肽药物制剂生产线，包括激素类制剂生产线、非激素类多肽药物注射剂生产线和非激素类多肽药物冻干粉针生产线。
- 公司现有产能为 1400 万支/年，仅能满足未来 2-3 年市场需求，募投项目达产后将达到 3000 万支/年的产能，大大提高企业多肽药物生产的能力。

- 新的募投项目将按照欧美国家药政管理部门 GMP 要求来建设，也为公司国际化的进程起到巨大促进作用，最终实现多肽制剂的海外上市。
- 募投项目中多肽药物制剂中试平台的建设则为公司“三位一体”的模式奠定发展基石。中试平台将大大增强产品研发和生产能力，巩固现有的原料药生产和客户肽定制优势。

图表 21：公司募投资金运用

序号	项目	总投资 (万元)	拟投入募集 资金(万元)	T	T+1	T+2
1	多肽药物生产基地建设	28,300	28,300	7,000	12,800	8,500
2	多肽药物制剂中试技术平台建设	3,130	3,130	1,000	1,500	630
3	其他与主营业务相关的运营资金项目					

来源：国金证券研究所，招股说明书

盈利预测

- 假设公司主要产品（胸腺五肽、生长抑素、去氨加压素）2011 年保持稳定增长，增幅分别为 25%、25%、45%；特利加压素上市较晚，预计 2011 年放量；新产品中预计爱啡肽在 2012 年上市。
- 假设 2011 年开始海外市场能逐步打开，国际市场的认证取得通过以后，未来 3 年保持 100%增长。
- 假设财务费用因为超募资金变负，所得税率随着优惠结束恢复到 15%，其他财务指标保持稳定；
- 综上我们预测公司 2011、2012、2013 年 EPS 为 0.882 元、1.235 元、1.572 元，同比增长 66%、40%、27%。按照 2011 年 30-35 倍估值，合理价格在 26.5-30.8 元。

图表7：公司主要产品品类盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
制剂合计							
销售收入（万元）	4866.56	6116.55	8808.44	10731.66	17450	24320	30700
增长率（Y0Y）		25.69%	44.01%	21.83%	62.60%	39.37%	26.23%
毛利率	63.32%	70.51%	78.74%	77.41%	77.14%	77.69%	77.93%
销售成本（万元）	1785.17	1803.72	1872.28	2424.12	3989.00	5426.00	6776.00
增长率（Y0Y）		1.04%	3.80%	29.47%	64.55%	36.02%	24.88%
毛利（万元）	3081.39	4312.83	6936.16	8307.54	13461.00	18894.00	23924.00
增长率（Y0Y）		39.96%	60.83%	19.77%	62.03%	40.36%	26.62%
原料药							
销售收入（万元）	52.41	146.17	26.87	37.74	150	300	500
增长率（Y0Y）		178.90%	-81.62%	40.45%	297.46%	100.00%	66.67%
毛利率	6.12%	30.45%	81.75%	36.78%	45.00%	45.00%	40.00%
销售成本（万元）	49.2	101.66	4.91	23.86	82.5	165	300
增长率（Y0Y）		106.63%	-95.17%	385.93%	245.78%	100.00%	81.82%
毛利（万元）	3.21	44.51	21.96	13.88	67.50	135.00	200.00
客户肽							
销售收入（万元）	701.19	1473.13	435.79	1348.15	2000	2500	3000
增长率（Y0Y）		110.09%	-70.42%	209.36%	48.35%	25.00%	20.00%
毛利率	7.98%	61.22%	63.78%	63.05%	65.00%	65.00%	65.00%
销售成本（万元）	645.22	571.23	157.82	498.2	700	875	1050
增长率（Y0Y）		-11.47%	-72.37%	215.68%	40.51%	25.00%	20.00%
毛利（万元）	55.97	901.9	277.97	849.95	1300	1625	1950
海外市场							
销售收入					300	600	1200
毛利率					40.00%	40.00%	40.00%
销售成本					180	360	720
总收入	5620.16	7735.85	9271.1	12117.55	19900	27720	35400
总成本	2479.59	2476.61	2035.01	2946.18	4951.5	6826	8846
毛利	3140.57	5259.24	7236.09	9171.37	14948.5	20894	26554
平均毛利率	55.88%	67.99%	78.05%	75.69%	75.12%	75.38%	75.01%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	77	93	122	199	277	354
增长率		19.8%	31.5%	63.2%	39.3%	27.7%
主营业务成本	-25	-20	-29	-51	-72	-92
% 销售收入	32.0%	21.9%	24.2%	25.8%	25.8%	26.1%
毛利	53	72	92	148	206	262
% 销售收入	68.0%	78.1%	75.8%	74.2%	74.2%	73.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	-1	-1
% 销售收入	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-6	-11	-14	-22	-30	-39
% 销售收入	8.0%	11.4%	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%
管理费用	-19	-19	-24	-35	-42	-46
% 销售收入	24.6%	21.0%	19.8%	17.5%	15.0%	13.0%
息税前利润（EBIT）	27	42	54	91	133	176
% 销售收入	35.0%	45.6%	44.3%	45.5%	48.0%	49.7%
财务费用	-1	0	-1	8	9	6
% 销售收入	1.8%	0.0%	0.5%	-4.1%	-3.4%	-1.8%
资产减值损失	-1	-2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	25	40	52	98	142	182
营业利润率	32.3%	43.0%	42.7%	49.4%	51.3%	51.4%
营业外收支	-3	-2	3	3	3	3
税前利润	22	38	55	101	145	185
利润率	28.9%	41.2%	45.0%	51.0%	52.4%	52.2%
所得税	-2	-3	-2	-13	-22	-28
所得税率	11.1%	7.3%	3.6%	13.0%	15.0%	15.0%
净利润	20	35	53	88	123	157
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	20	35	53	88	123	157
净利率	25.7%	38.1%	43.3%	44.3%	44.5%	44.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	20	35	53	88	123	157
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	8	8	8	16	26
非经营收益	1	1	-1	-1	-3	-3
营运资金变动	20	-19	-5	-12	-18	-19
经营活动现金净流	46	26	55	83	118	162
资本开支	-60	-9	-23	-200	-206	-157
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	5	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-56	-9	-23	-201	-206	-157
股权募资	56	22	0	750	-8	0
债权募资	0	29	-29	-17	0	1
其他	-4	-31	-2	0	0	0
筹资活动现金净流	52	20	-31	733	-8	1
现金净流量	42	37	1	615	-96	6

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	45	81	84	699	603	608
应收款项	11	13	24	27	38	49
存货	13	18	17	28	39	51
其他流动资产	0	0	9	17	23	30
流动资产	69	113	133	772	704	737
% 总资产	50.8%	61.7%	62.5%	73.9%	60.1%	55.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	51	50	54	248	433	558
% 总资产	37.3%	27.5%	25.5%	23.7%	37.0%	41.7%
无形资产	16	19	22	22	31	40
非流动资产	67	70	80	273	466	600
% 总资产	49.2%	38.3%	37.5%	26.1%	39.9%	44.9%
资产总计	137	182	213	1,045	1,170	1,338
短期借款	0	29	0	0	0	0
应付款项	30	15	8	15	20	26
其他流动负债	7	11	7	11	15	20
流动负债	37	54	16	26	36	46
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	17	0	0	0
负债	37	55	32	26	36	47
普通股股东权益	99	128	181	1,019	1,134	1,291
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	137	182	213	1,045	1,170	1,338

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	0.472	0.705	0.882	1.235	1.572
每股净资产	1.512	1.703	2.408	10.188	11.340	12.912
每股经营现金净流	0.697	0.348	0.729	0.834	1.180	1.616
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	20.01%	27.69%	29.26%	8.66%	10.89%	12.17%
总资产收益率	14.54%	19.38%	24.82%	8.44%	10.55%	11.75%
投入资本收益率	24.29%	24.97%	28.82%	7.73%	9.96%	11.56%
增长率						
主营业务收入增长率	37.65%	19.85%	31.51%	63.21%	39.30%	27.71%
EBIT增长率	79.64%	55.79%	27.81%	67.69%	46.86%	32.24%
净利润增长率	30.37%	78.09%	49.43%	66.92%	39.98%	27.30%
总资产增长率	134.46%	33.63%	16.67%	390.85%	11.97%	14.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.6	35.5	46.8	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	211.2	283.4	215.6	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	62.4	54.7	25.6	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	183.7	185.9	145.5	167.3	232.2	259.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.94%	-40.74%	-46.28%	-68.61%	-53.15%	-47.03%
EBIT利息保障倍数	19.4	-2,743.1	87.6	-11.2	-14.1	-28.2
资产负债率	27.33%	29.99%	15.17%	2.50%	3.07%	3.49%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在-10%-10%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室