

生物医药行业

新股研究报告

千山药机 (300216)

建议申购价格: 34.02-38.88 元

收盘价(元)

目标价(元)

市场数据

52 周最高/最低(元)

总股本(百万)

流通 A 股(百万)

流通 B 股/H 股 (百万)

总市值 (百万元)

流通 A 股市值 (百万元)

千山药机：优秀的医药机械供应商

投资要点:

- **公司简介:** 公司是我国制药专用设备制造行业排头兵企业,是国内主要的注射剂生产设备供应商,主营业务为各类注射剂生产设备的生产、销售。公司是个制药装备行业标准的制定者,国内首创非 PVC 软袋生产线和塑料安瓿注射剂生产线设备。
- **研发带动市场变革:** 2003年,推出第一条国产非PVC输液生产线,带动了国内大输液的重大变革。2009年,推出国内首条塑料安瓿生产线,在技术上能达到国外水平,而价格上只有国外进口产品的1/3,具有很强的价格优势,对于国内安瓿瓶的使用具有很强的冲击作用。全自动灯检机除了可用于药品检测,还可以用于食品饮料等行业的质量检测中,推广成功,将带来该产品销售的井喷式增长。公司具有很强的研发背景,已获取专利多达781项,正在申请项目达52项。
- **募投项目:** 公司本次募投项目主要为年产30条的塑料安瓿注射剂生产线和年产30台的全自动智能灯检机。募投项目毛利率可达70%,将大幅度提高公司盈利能力,达产后将给公司带来至少1.19亿元的年收入。未来5年,我国塑料安瓿生产线年均需求量达216条,灯检机年需求量达123台,远超过公司产能。
- **主要风险提示:** 1、公司的塑料安瓿瓶和自动灯检机还处于市场推广阶段,存在市场推广不利的风险; 3、公司下游客户主要为大输液企业,目前国家正在整治大输液临床使用滥用问题,因此存在下游行业出现萎缩的风险; 4、公司的主要成本是钢材,存在钢材涨价,造成成本上升,毛利下降的风险。
- **盈利预测及估值分析:** A股市场和千山药机最有可比性的公司是新华医疗,结合其余医疗器械板块的个股的估值水平,给予千山药机35-40倍市盈率,按照公司2011年的盈利预期,我们预测公司2011-2013年EPS为1.08元、1.91元和2.69元。公司的合理价值区间在37.80-43.20元。给予网下申购价格10%的折价,建议申购价格为34.02-38.88元。

生物医药研究小组

证书编号 S0120209080060

联系人

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying.nju@gmail.com

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

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

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	155.29	210.99	322.35	483.96	647.39
收入增幅 (%)	24.82%	35.87%	52.78%	50.13%	33.77%
净利润	31.01	45.23	72.58	128.14	180.47
净利增幅 (%)	78.67%	45.85%	60.46%	76.56%	40.84%
毛利率 (%)	53.23%	50.69%	54.12%	58.12%	59.28%
ROE (%)	23.03%	26.24%	30.12%	35.40%	33.89%
摊薄 EPS(元)	0.46	0.68	1.08	1.91	2.69

请务必阅读正文后的免责条款部分

正文目录

1、公司概况	3
2、行业分析	3
2.1 大输液行业的发展变革	3
2.2 塑料安瓿的替代空间	4
2.3 新版 GMP 认证的强制执行触发变革	4
3、持续盈利的产品线，不断创新的新技术	5
3.1 盈利能力强的主营产品	5
3.2 持续创新的产品带来行业变革	5
3.3 强大研发实力和专利保护	6
4. 财务分析	8
5.公司募投项目	10
6.风险提示	11
7. 盈利预测	11
7.1 基本假设:	11
7.2 相对估值	13

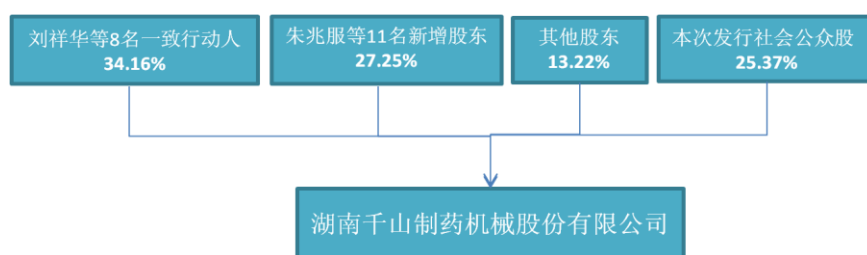
图表目录

图 1 发行后公司股权结构图	2
图 2 公司 2008-2010 年各产品利润占比	5
图 3 : 2008-2010 公司营业收入/净利润/毛利率变化	8
图 4 :2008-2010 公司分产品销售收入占比变化	9
表 1 公司研发成果一览	7
表 2 公司研发项目概况	7
表 3 :2008-2010 公司分类产品毛利率	9
表 4 : 2008-2010 公司分类产品毛利率	10
表 5 :公司分类产品未来三年盈利预测	12
表 6 :行业相对估值水平	14
表 7 : 2011-2013 公司财务报表预测	14

1、公司概况

公司是我国制药专用设备制造行业排头兵企业，是国内主要的注射剂生产设备供应商，主营业务为各类注射剂生产设备的生产、销售。主要产品有非 PVC 膜软袋大输液生产自动线、塑料瓶大输液生产自动线、玻璃瓶大输液生产自动线、玻璃安瓿注射剂生产自动线、塑料安瓿注射剂生产自动线以及全自动智能灯检设备。公司实际控制人为刘祥华等 8 名一致行动人，发行后，前述 8 人合计持有本公司 34.16% 的股份。本次发行新股 1700 万股，占发行后公司股本的 25.37%。

图 1 发行后公司股权结构图



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

2、行业分析

在 market 需求的刺激和中国经济持续稳定发展背景下，我国的医疗器械发展迅速。近 5 年来，我国医疗器械行业保持高速增长，销售收入增速保持在 17% 以上，平均增速为 20.81%。据健康网统计 2010 年 1-11 月，我国医疗器械制造业资产总计达 973.78 亿元，同比增长 19.04%；实现营业收入 998.40 亿元，同比增长 24.52%；利润总额 105.19 亿元，同比增长了 18.87%。根据《医疗器械行业“十五”发展规划》，到 2010 年我国医疗器械总产值将达到 1000 亿元，在世界医疗器械市场上的份额将占到 5%，届时将超过日本，成为继美国之后的世界第二大医疗器械市场。

2.1 大输液行业的发展变革

大输液经历了三个发展阶段：开放式，半开放式和封闭式。第一代的开放式大输液

由于给药安全性很差，很快被淘汰。第二代的半开放式以玻璃瓶和塑料瓶为代表，与软包装相比，具有体积大、重量大，运输不便利，以及二次污染的风险，因此，随着国家对输液行业管制的加强以及人们用药安全意识的加强，正在逐步退出市场。目前，国内市场塑料瓶大输液还占有一定的市场份额。第三代大输液是封闭式，临床使用过的有 PVC 膜和非 PVC 膜，但是 PVC 膜需要加入大量的增塑剂 DEHP，污染较为严重，目前已经被禁止生产和销售。因此目前市场上的主流产品是非 PVC 膜软袋大输液。非 PVC 软袋的高毛利和安全性让上游（大输液生产商）和下游（医院）都有动力让医院采用非 PVC 的包装形式。非 PVC 膜软袋大输液采用负压方式将输液袋内液体输入体内，因此不需要外界空气进入，有效防止了输液中的二次污染。在一些监管较严的国家，比如巴西，已经全部禁止半封闭式输液装置，只允许使用封闭式输液，我国在大输液上的监管也趋于严厉，因此，非 PVC 软袋取代玻璃瓶和塑料瓶必将成为趋势。

2.2 塑料安瓿的替代空间

安瓿瓶主要使用在小容量输液，目前国内市场上 99% 的安瓿瓶为玻璃安瓿，但是玻璃安瓿的使用存在很多安全隐患，终端使用时容易出现玻璃碎屑、易爆瓶、不易处理等问题，运输过程中也存在易破碎，重量大的缺点，而塑料安瓿则能克服这些缺陷，减少安全隐患。同时，塑料安瓿在成本价格上只比玻璃安瓿高不到 0.1 元，其售价却可以达到玻璃安瓿的 1.8 倍以上，这一重大利润空间也将驱使下游生产企业和医院终端转向塑料安瓿的使用。目前国内生产厂家使用的塑料安瓿生产线大多来自进口，价格昂贵，给国内的设备生产线企业带来重大的利润吸引。

2.3 新版 GMP 认证的强制执行触发变革

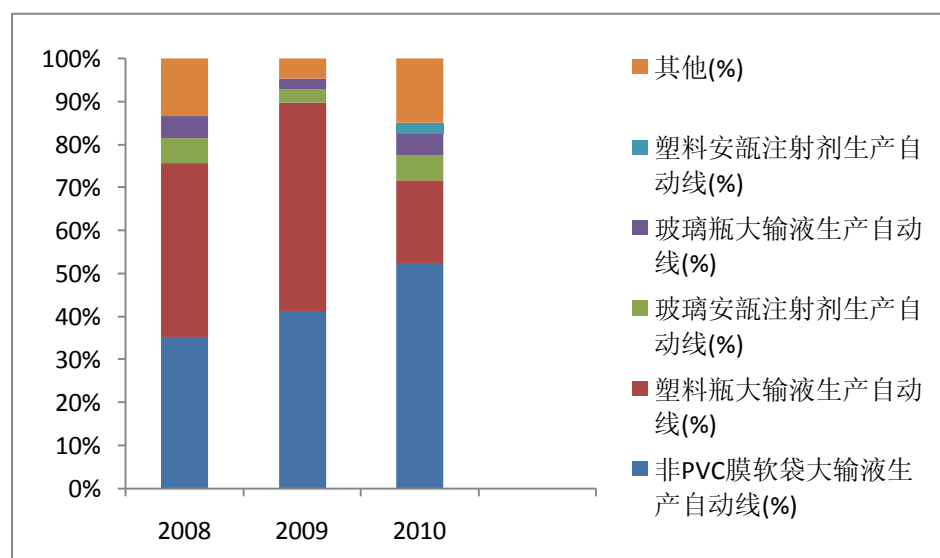
2011 年 2 月 12 日卫生部公布新版 GMP 认证，于 2011 年 3 月 1 日起正式实施。新版 GMP 对质量控制与质量保障内容提出了更加严格的要求，特别是关于药品杂质含量与溶出度特性的变化，这就对生产企业产品质量检验提出了更高要求，可能触发全自动智能灯检机的爆发式增长。

3、持续盈利的产品线，不断创新的高新技术

3.1 盈利能力强的主营产品

公司目前产品线具有非 PVC 膜软袋大输液生产自动线、玻璃瓶大输液生产自动线、塑料瓶大输液生产自动线、玻璃安瓿注射剂生产自动线、塑料安瓿生产自动线以及全自动智能灯检系统生产线。公司 2003 年推出了国内第一条非 PVC 膜软袋大输液生产自动线，随后逐渐成为公司主营产品之一，随着大输液行业的变革，非 PVC 膜软袋逐渐占据市场主导地位，其收入占比也从 2008 年的 29.32% 上升到 2010 年的 42.17%，毛利率达到 60% 以上。塑料瓶输液生成自动线毛利率也在 50% 以上。而毛利率相对较低的传统产品如玻璃瓶大输液生产自动线将逐渐退出市场。值得提出的是，公司募投新增项目全自动智能灯检设备毛利率可达 70%，将为公司未来持续增长的净利润做出很大的贡献。

图 2 公司 2008-2010 年各产品利润占比



资料来源：公司招股书，德邦证券研究所

3.2 持续创新的产品带来行业变革

公司于 2003 年国内首创非 PVC 膜软袋输液生产自动线，带动了大输液包材从第二代转向第三代的重大变革。公司还是我国《非 PVC 膜单室软袋大输液生产线》、《塑料

输液瓶洗濯封一体机》、《聚丙烯输液瓶拉伸吹塑成型机》三项行业标准的起草单位。公司目前正在研制的倒立式软袋输液，同样属于首创产品，不仅实现了全封闭式输液，有效防止了二次污染；同时继承了塑料瓶低成本、经济环保的优势。这一技术的成功也许将带来新一轮大输液行业的重大变革，倒立式软袋输液将成为未来发展的一个趋势。公司目前已完成部分容量的倒立式软袋输液生产的研发，相信在不久的将来，该产品将推出市场，并且有取代非 PVC 软袋输液的可能。

公司募投项目之一的塑料安瓿生产技术将带来小容量输液行业的变革，玻璃安瓿具有折断时易产生碎屑、易爆瓶、不易处理等缺点，临床使用时还容易割破医护人员的手，这些安全隐患都使得塑料安瓿替代玻璃安瓿成为必然。随着生产技术的不断提高，低成本、高毛利率和高安全性的特点也将受到下游生产企业和终端医务工作者的青睐。公司的塑料安瓿生产线为国内首条同类产品，填补了国内空白。

公司另一募投项目全自动智能灯检机采用高速成像和智能识别的技术，能够大大降低注射剂生产企业的灯检人工成本，而且提高检测质量，防止因人为因素导致的漏检和误检的隐患。该项目是目前国内唯一的智能灯检装置，大多数注射剂生产企业都使用人工来完成灯检工作，而智能灯检机的出现，是对人工灯检方式的升级，将解放大多数灯检人工，平均一个灯检机可以代替 40 名左右药检工人的工作，大大提高了药检效率和准确率。

3.3 强大研发实力和专利保护

公司具有强大的研发实力，具有多个成熟储备技术，并且在不断研发新技术，通过专利等形式对研发成果进行了有效保护。截至 2011 年 2 月 9 日，公司已获授权专利 781 项，其中发明专利 24 项、实用新型专利 751 项、外观设计专利 6 项；另有 52 项专利申请已获国家知识产权局受理，其中国际专利 7 项、发明专利 21 项、实用新型专利 24 项。

表 1 公司研发成果一览

2003 年	自主研发成功国内第一条非 PVC 膜软袋大输液生产自动线，填补国内空白，替代进口，并成为我国《非 PVC 膜单室软袋大输液生产线》的行业标准起草单位，该项目被列入国家火炬计划、湖南省科技计划；
--------	--

2004 年	自主研发成功塑料瓶大输液生产自动线，并成为我国《塑料输液瓶洗灌封一体机》的行业标准起草单位，该项目被列入湖南省科技计划；
2005 年	自主研发成功国内第一条即配型非 PVC 膜软袋大输液生产自动线；
2006 年	自主研发成功旋转式吹瓶机，生产速度达 15,000 瓶/小时，为当时国内最高水平，并成为我国《聚丙烯输液瓶拉伸吹塑成型机》的行业标准起草单位，该项目被列入湖南省科技计划。公司成为国内少数几家可同时提供吹瓶机、洗灌封一体机的塑料瓶大输液生产自动线生产企业之一；
2007 年	公司研制成功的“SRD7500 非 PVC 膜软袋大输液生产自动线”生产速度高达 7,500 袋/小时，为当时国内最高水平；
2007 年	公司的“高速灌装生产线智能检测分拣成套装备研制及其推广应用”项目获得国家科学技术进步二等奖；
2008 年	自主研发成功 16 针高速玻璃安瓿注射剂生产自动线，生产速度高达 46,000 支/小时；
2009 年	自主研发成功国内第一条塑料安瓿注射剂生产自动线，填补国内空白；
2009 年	自主研发成功全自动智能灯检机，该产品为公司“高速灌装生产线智能检测分拣成套装备及其推广应用”项目的产业化产品，该项目曾获国家科学技术进步二等奖，并被列入国家 863 计划；
2010 年	公司的“高速医药灌装自动化生产线上的智能灯检机”项目被列入国家火炬计划，“聚丙烯（PP）输液瓶拉伸吹塑成型机”被评为国家重点新产品。

表 2 公司研发项目概况

成熟的储备技术	正在实施的研究项目	规划的研究项目
CGF3 塑料安瓿注射剂生产自动线	SPZC10 一步法吹瓶机	旋转式注拉吹洗灌封五合一机

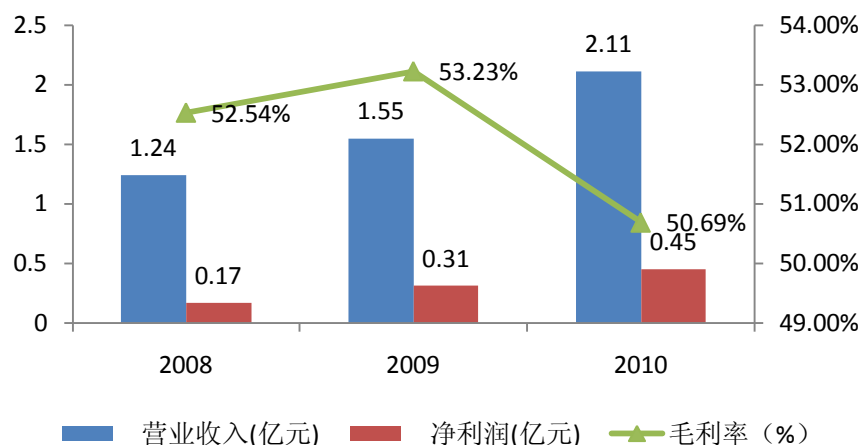
ADJ2、SYDJ24 全自动智能灯检机	SPZC10 倒立式软袋大输液生产自动线	连续式灭菌柜
即配型非 PVC 膜软袋大输液生产自动线	YZJ-ZN 预充式注射器生产自动线	
SRD/S10000 硬双口管非 PVC 膜大输液软袋生产自动线	连续式注塑机	

资料来源：公司招股书，德邦证券研究所

4. 财务分析

公司近三年的营业收入持续保持持续增长，近三年的营业收入分别为 1.24，1.55，2.11 亿元，年增长率分别为 25%，36.13%；近三年的净利润分别为 0.17，0.31 和 0.45 亿元，年增长率分别为 82.35%，45.16%；公司产品的毛利率稳定在 50%以上。

图 3：2008-2010 公司营业收入/净利润/毛利率变化



资料来源：招股说明书，德邦证券研究

公司 2010 年的毛利率下降的原因一是公司非 PVC 软袋大输液生产自动线销量大增，公司给予客户较大折让，引起公司综合毛利率的下降，二是公司其他低毛利率产品在 2010 年占比较高，导致公司综合毛利率的下降。

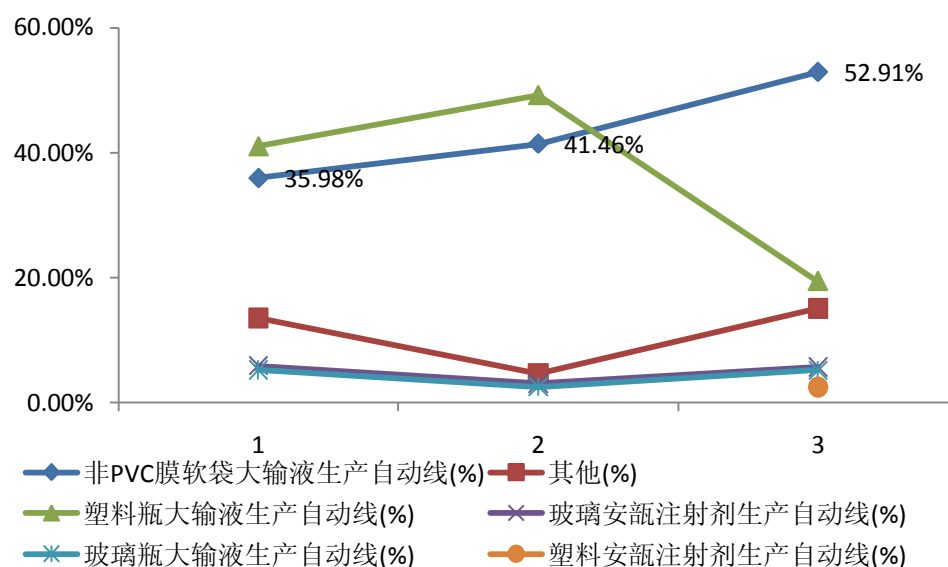
表 3：2008-2010 公司分类产品毛利率

产品分类	2008	2009	2010
非 PVC 膜软袋大输液生产自动线(%)	63.27	65.94	62.92
塑料瓶大输液生产自动线(%)	50.89	51.67	50.57
玻璃安瓿注射剂生产自动线(%)	42.28	23.61	35.64
玻璃瓶大输液生产自动线(%)	28.1	33.51	35.2
塑料安瓿注射剂生产自动线(%)	-	-	60.14
其他(%)	57.85	43.69	36.5

资料来源：招股说明书，德邦证券研究

随着公司毛利率高的产品收入（非 PVC 膜软袋大输液生产自动线、塑料安瓿注射剂生产自动线、全自动智能灯检机）比重在总收入占比的提升和公司有意识的缩减低毛利率产品（玻璃瓶大输液生产自动线）的收入占比，我们预计公司未来产品的综合毛利率具有上升空间。

图 4：2008-2010 公司分产品销售收入占比变化



资料来源：招股说明书，德邦证券研究

从公司其他的财务指标来看，公司的应收帐款在公司的收入中占比较高，2008-2011 年公司的应收帐款分别为 0.88、0.73 和 0.57 亿元，分别占各自年份总收入的 70.97%、47.10%和 27.01%，呈逐年下降趋势。这一是公司对于应收帐款的管理加强，另一方面也

表明公司对下游客户的话语权逐渐增强，竞争优势逐渐显现。

5. 公司募投项目

本次公司募集资金的主要投向为年产 30 条塑料安瓿注射剂生产自动线建设项目、年产 30 台全自动智能灯检机建设项目、制药装备高新技术研发中心建设项目和其他与主营业务相关的营运资金。

表 4：2008-2010 年公司分类产品毛利率

项目	项目总投资（万元）	建设期（月）
年产 30 条塑料安瓿注射剂生产自动线建设项目	6976.45	18
年产 30 台全自动智能灯检机建设项目	3456.31	18
制药装备高新技术研发中心建设项目	3197.37	18
其他与主营业务相关的营运资金	-	-

资料来源：招股说明书，德邦证券研究

公司募投项目得塑料安瓿注射剂是十分有前景的项目之一。目前临床普遍使用的是玻璃安瓿注射剂，和塑料安瓿瓶相比，玻璃安瓿瓶具有容易产生玻璃碎屑，易爆瓶，容易产生环境污染等问题。从大输液的发展历程来看，塑料代替玻璃是一种必然，因此塑料安瓿瓶代替玻璃安瓿瓶的使用前景广阔。另外，从目前招标情况来看，塑料安瓿瓶的招标价格远高于玻璃安瓿瓶的价格（1.8~7 倍）而生产成本增加有限（不到 0.1 元），因此生产企业也有动力将玻璃安瓿瓶置换为塑料安瓿瓶注射剂生产线。

公司该项目的竞争对手较少，从世界范围来看只有瑞士、美国和意大利的三家供应商，国内只有千山药机一家，公司作为国内该行业的先行者能够享受到充分的溢价，盈利能力可观。

公司塑料安瓿瓶目前正处于市场推广阶段，2010 年公司该产品已有客户进行采购，虽然只有一条，但这小小的一小步成功对于市场将有十分强大的示范作用，公司在 11 年该产品的销售将达到 10 条生产线的销售。

公司募投项目之二全自动智能灯检机的建设。灯检机的推出药品生产企业来说是人力资源的一种解放，自动灯检机的采用一方面可以降低公司的人力成本，另一方面可以避免人为因素，提高检验的准确度，降低制药公司的损失。

自动灯检机的使用范围不仅仅局限于医药行业，还可以广泛适用于食品饮料行业，行业的跨越也将加大该产品的市场容量。

6. 风险提示

公司存在的主要风险在于：1、公司的塑料安瓿瓶和自动灯检机还处于市场推广阶段，存在市场推广不利的风险；2、公司新产品（如倒立式软袋）存在研发失败的风险；3、公司下游客户主要为大输液企业，目前国家正在整治大输液临床使用滥用问题，因此存在下游行业出现萎缩的风险；4、公司的主要成本是钢材，存在钢材涨价，造成成本上升，毛利下降的风险；5、公司税收优惠期限为 2008~2010 年，存在税收优惠被取消的风险。

7. 盈利预测

7.1 基本假设：

- 1、公司营业收入未来三年的增长率分别为 52.78%、50.13%和 33.77%；
- 2、公司毛利率未来三年分别为 54.12%、58.12%、59.28%
- 3、公司销售费用比例未来三年分别为 13%、13%、13%
- 4、公司管理费用比例未来三年分别为 13%、13%、13%
- 5、公司能继续获得税收优惠，未来三年税率为 15%

表 5：公司分类产品未来三年盈利预测

项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
非 PVC 膜软袋大输液生产自动线(百万元)	36.49	51.39	88.99	129.04	180.65	252.91
增长率		40.83%	73.17%	45.00%	40.00%	40.00%

毛 利率	63.27%	65.94%	62.92%	63.00%	63.00%	63.00%
塑料瓶大输液生产自动线(百万元)	51.77	77.89	40.76	38.72	36.79	34.95
增 长 率		50.45%	-47.67%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛 利率	50.89%	51.67%	50.57%	50.00%	50.00%	50.00%
玻璃瓶大输液生产自动线(百万元)	12.03	6.28	15.76	14.18	12.06	9.65
增 长 率		-47.80%	150.96%	-10%	-15.00%	-20.00%
毛 利率	28.10%	33.51%	35.20%	35.00%	30.00%	30.00%
玻璃安瓿注射剂生产自动线(百万元)	9.04	10.90	17.17	19.75	21.72	22.81
增 长 率		20.58%	57.52%	15.00%	10.00%	5.00%
毛 利率	42.28%	23.61%	35.64%	35.00%	32.00%	30.00%
塑料安瓿注射剂生产自动线(百万元)			4.44	45.50	135.00	200.00
增 长 率				924.77%	196.70%	48.15%
毛 利率	60.14%			70.00%	70.00%	70.00%
其他(百万元)	15.09	8.73	43.76	75.00	97.50	126.75
增 长 率		-42.15%	401.26%	71.39%	30.00%	30.00%
毛 利率	57.85%	43.69%	36.50%	40.00%	45.00%	45.00%
营业收入合计(百万元)	124.42	155.19	210.88	322.19	483.71	647.06
增 长 率		24.73%	35.89%	52.78%	50.13%	33.77%

毛利率	52.54%	53.23%	50.69%	54.12%	58.12%	59.28%
净利润 (百万元)	17.36	31.01	45.23	72.58	128.14	180.47
摊薄每股收益 (元)	0.26	0.46	0.68	1.08	1.91	2.69

资料来源：德邦证券研究所

7.2 相对估值

A 股市场和千山药机最有可比性的公司是新华医疗，结合其余医疗器械板块的个股的估值水平，给予千山药机 35~40 倍市盈率，按照公司 2011 年的盈利预期，公司的合理价值区间在 37.80~43.20 元。给予网下申购价格 10% 的折价，建议申购价格为 34.02~38.88 元。

表 6：行业相对估值水平

证券简称	收盘价 (2011/04/27)	2010EPS	2011EPS (预测)	2010PE	2011PE
新华医疗	30.30	0.45	0.79	67.33	38.35
东富龙	80.88	2.38	2.65	33.98	30.52
鱼跃医疗	40.95	0.64	1.01	63.98	40.54
乐普医疗	22.95	0.51	0.71	45.00	32.32
阳普医疗	26.41	0.39	0.55	67.71	48.02
万东医疗	15.19	0.19	0.35	79.94	43.40
平均值				59.67	38.86

资料来源：德邦证券研究所

表 7：2011-2013 公司财务报表预测

单位：百万元

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	124.41	155.29	210.99	322.35	483.96	647.39
减：营业成本	59.05	72.62	104.03	147.88	202.67	263.61

营业税金及附加	1.20	0.92	1.14	1.74	2.61	3.50
营业费用	18.56	21.55	29.41	41.91	62.91	84.16
管理费用	17.90	23.73	29.52	41.91	62.91	84.16
财务费用	4.43	5.59	4.22	3.53	2.09	-0.36
资产减值损失	6.55	-2.57	-7.49	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	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	16.71	33.44	50.16	85.38	150.76	212.32
加: 其他非经营损益	3.46	2.69	2.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	20.18	36.13	52.68	85.38	150.76	212.32
减: 所得税	2.82	5.11	7.45	12.81	22.61	31.85
净利润	17.36	31.01	45.23	72.58	128.14	180.47
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	17.36	31.01	45.23	72.58	128.14	180.47
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	-9.87	32.20	63.25	3.22	55.88	95.08
应收和预付款项	111.99	97.75	78.45	242.81	232.80	400.82
存货	29.52	54.38	64.87	105.32	127.92	175.46
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	34.91	49.25	76.68	67.01	57.34	47.66
无形资产和开发支出	21.90	9.44	9.22	8.14	7.06	5.98
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	188.46	243.02	292.47	426.50	481.00	725.00
短期借款	53.00	51.59	70.00	66.13	0.00	0.00
应付和预收款项	46.21	50.96	46.97	116.31	115.87	189.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	5.81	3.10	3.10	3.10	3.10
负债合计	99.21	108.35	120.07	185.54	118.98	192.49
股本	44.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
资本公积	23.80	38.80	38.80	38.80	38.80	38.80
留存收益	21.46	45.87	83.60	152.16	273.22	443.72
归属母公司股东权益	89.26	134.67	172.40	240.96	362.02	532.52
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	89.26	134.67	172.40	240.96	362.02	532.52
负债和股东权益合计	188.46	243.02	292.47	426.50	481.00	725.00
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	-33.72	22.14	46.60	-49.28	126.96	47.48
投资性现金净流量	-6.82	8.35	-16.70	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	18.36	3.41	-0.83	-10.75	-74.30	-8.28
现金流量净额	-22.24	33.89	29.02	-60.03	52.66	39.20

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。