

证券研究报告—深度报告

医药保健
医疗服务

N迪安诊(300244)

合理价位: 27.00-30.00 元 发行价: 23.50 元

2011年7月19日

股票数据

总股本(百万股)	51.1/10.2
总市值(百万元)	1,200.9/240.6
沪深300/深圳成指	2,816.69/12,490.55
12个月最高/最低(元)	23.50/23.50

相关研究报告:

新股询价报告

独立医学实验室产业先锋

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

联系人: 胡博新

电话: 0755-82133263

E-mail: hubx@guosen.com.cn

●我国医疗诊断市场刚性增长

公司主营连锁独立医学实验室(10毛利占比约71%)及代理体外诊断产品业务。所在医疗诊断细分行业在我国就诊人次和检验项目的刚性增长带动下持续增长: 05-09年全国医疗机构诊疗、入院人次GAGR约9.7%、13.5%, 卫生部门综合医院诊疗、入院人均医疗费用(扣除药费)GAGR约8.2%、5.8%。

●独立医学实验室是发展前景广阔的新兴产业

作为对医疗资源配置的补充和优化, 独立医学实验室在发达国家已是成熟产业, 美国独立医学实验室已占整个医学诊断市场约1/3市场份额, 最大的连锁公司Quset10年收入已高达73.4亿美元。我国独立医学实验室仅占医疗诊断市场约1%份额, 还处于全国竞争格局分散的初期发展阶段, 虽然相关政策还有待完善, 但未来发展前景广阔。

●诊断产品代理业务平稳增长

公司主要代理上海罗氏的体外诊断产品。公司拥有一定区域的医院检验科室渠道优势, 同时自身的医学实验室就是诊断试剂、仪器产品的消耗大户, 因此预计此项业务保持稳定。

●募集资金主要用于连锁独立医学实验室扩张

本次发行1280万股, 发行价23.5元, 募集资金净额为2.708亿元。募投项目主要是总部实验室、南京实验室迁建和沈阳、南昌、天津实验室新建。

●风险提示

连锁实验室的新建进度和盈利情况低于预期。

●给予一年期合理价值区间27~30元

独立医学实验室未来发展前景广阔, 公司已初步搭建全国连锁网络, 在行业竞争初期, 公司有望借力上市后的资金优势和品牌优势实现加速发展。我们预计2011-2013 EPS 0.90、1.23、1.69元/股。目前A股市场医疗服务类公司估值普遍偏高, 给予公司一年期合理价区间27~30元, 相当于11年PE 30~33X。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标 (EPS按发行后股本摊薄)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	263.25	343.27	458	615	795
(+/-%)	47.65%	30.40%	33.4%	34.2%	29.2%
净利润(百万元)	17.17	32.41	46	63	86
(+/-%)	160.54%	88.78%	41.8%	36.7%	37.2%
每股收益(元)	0.34	0.63	0.90	1.23	1.69
EBIT Margin	8.66%	10.23%	10.6%	10.8%	11.8%
净资产收益率(ROE)	16.29%	21.37%	9.5%	11.9%	14.6%
市盈率(PE)	69.94	37.05	26.1	19.1	13.9
EV/EBITDA	32.88	21.91	16.91	12.23	8.58
市净率(PB)	8.54	5.93	1.86	1.70	1.53

内容目录

发行概况.....	4
公司简况.....	4
发行简况.....	4
行业分析.....	4
独立医学实验室：优化医疗资源配置、顺应医改趋势.....	4
独立医学实验室在发达国家已是成熟产业.....	5
国内行业竞争格局：还处于分散竞争的初始阶段.....	6
主营业务分析.....	7
公司经营概况.....	7
独立医学实验室快速增长带动整体毛利率持续提升.....	8
销售网络及销售模式.....	10
募投项目.....	10
盈利预测及估值.....	11
附表 1：财务预测与估值.....	13
国信证券投资评级.....	14
风险提示.....	14
证券投资咨询业务的说明.....	14

图表目录

图 1: 迪安诊断股权结构 (发行后)	4
图 2: 1949~2009 年我国医院数量变化	5
图 3: 2009 年我国医院分级数量构成	5
图 4: 美国医学诊断服务市场格局	5
图 5: 国内医学诊断服务市场格局	5
图 6 : 04-10 年 QUEST 与 LabCorp 收入变化 (单位:亿美元)	6
图 7: 04-10 年 QUEST 与 LabCorp 毛利率变化	6
图 8: 08-10 年公司分业务收入构成	7
图 9: 08-10 年公司分业务毛利构成	7
图 10: 医学诊断服务收入及毛利率 (单位: 百万元)	8
图 11: 体外诊断产品收入及毛利率 (单位: 百万元)	8
图 12: 08-10 年各医学诊断服务项目收入 (单位: 百万元)	9
图 13: 08-10 年各医学诊断服务项目毛利 (单位: 百万元)	9
图 14: 08-10 年各医学诊断服务项目毛利率	9
图 15: 08-10 年主要诊断外包服务项目的单价 (单位: 元/个)	9
图 16: 08-10 年体外诊断产品不同销售模式的收入 (单位: 百万元)	9
图 17: 08-10 年体外诊断产品不同销售模式的毛利率	9
图 18: 10 年按客户类型划分的收入构成	10
图 19: 10 年按客户等级划分的收入构成	10
表 1: 09 年国内各主要独立医学实验室的市场占有率	6
表 2: 09 年国内各主要独立医学实验室在长三角地区的市场占有率	6
表 3: 迪安诊断主营业务简况	7
表 4: 迪安诊断细分业务类别	7
表 5: 08-10 年诊断服务类子公司收入和净利润 (单位: 百万)	8
表 6: 公司体外诊断产品的代理销售模式	10
表 7: 体外诊断产品的代理销售模式的收入比例 (单位: 百万)	10
表 8: 公司募投项目简况	11
表 9: 公司招股书对新建医学检验所项目收入和利润的预测 (单位: 百万)	11
表 10: 迪安诊断细分业务收入及毛利率预测 (单位: 百万元)	12
表 11: A 股主要可比医药上市公司估值表	12

发行概况

公司简况

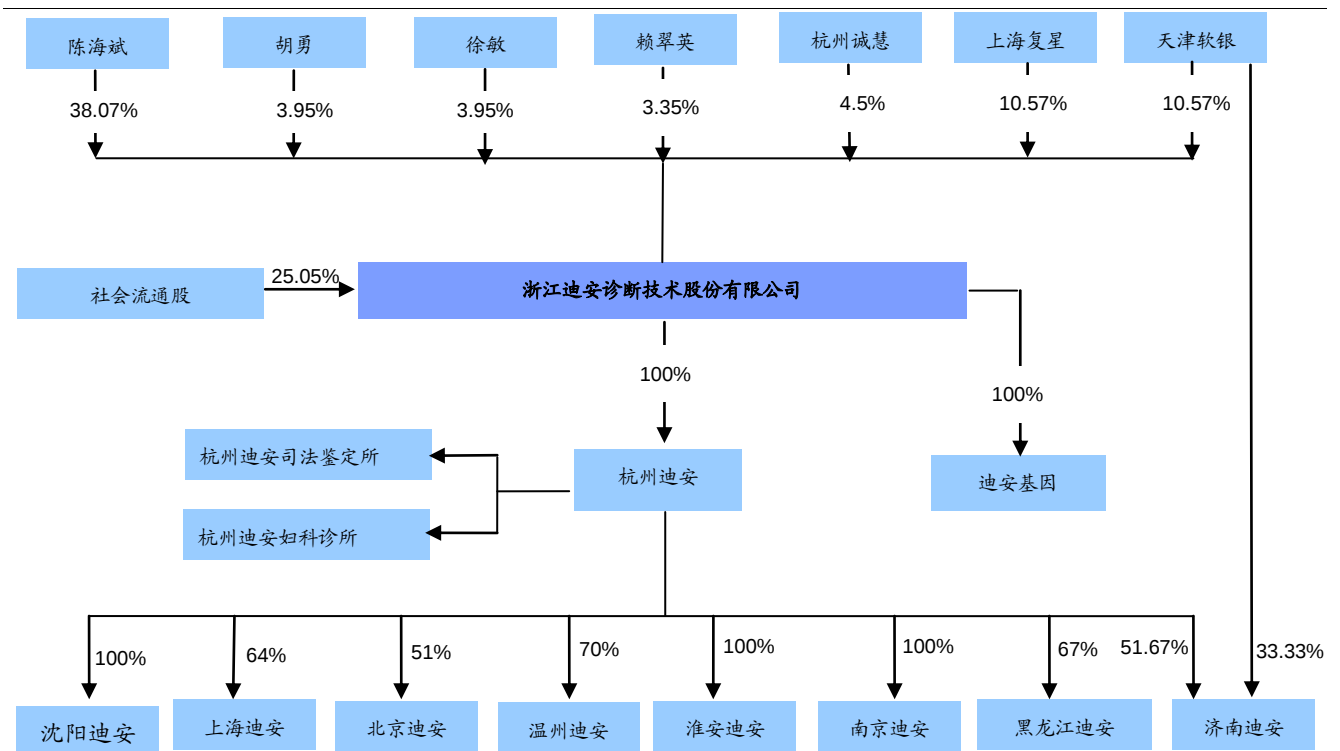
杭州迪安成立于 2004 年 7 月。发行前第一大股东为公司董事长兼总经理陈海斌，持有股份 50.80%。公司主营连锁独立医学实验室和代理体外诊断产品业务。

发行简况

发行前公司总股本为 3830 万股。本次发行 1280 万股，占发行后总股本比例为 25.05%，本次发行后总股本 5110 万股。发行后陈海斌持有 38.07%，仍为第一大股东。上海复星和天津软银分别持有 10.57%，同为第二大股东。

本次发行价为 23.5 元，募集资金总额为 30080 万元，扣除发行费用后，募集资金净额为 27080 万元。

图 1：迪安诊断股权结构（发行后）



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

行业分析

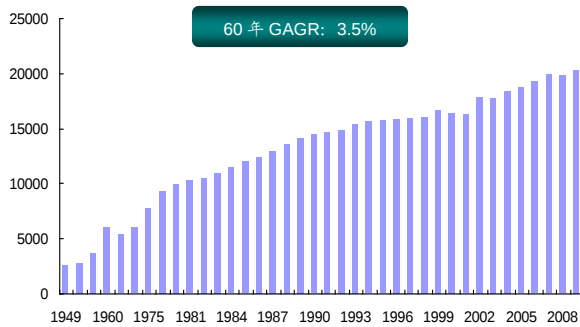
独立医学实验室：优化医疗资源配置、顺应医改趋势

独立医学实验室作为独立的第三方医学诊断服务平台，主要面向各种综合医院与专科医院、社区卫生服务机构、乡镇卫生院、体检中心、疾病预防控制中心等各级医疗卫生机构，提供医学诊断服务外包。

独立医学实验室具备补充及优化医疗资源配置的现实意义，也顺应了我国医疗体制改革下的大趋势：

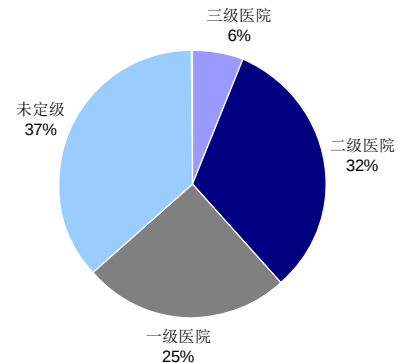
- 独立医学实验室通过集中检验的方式，可以促进医疗卫生资源的优化配置，实现资源共享，有效提升诊断资源的利用效率，缩短诊断周期；
- 中小型医院没有能力、也无须建立“大而全”的医学诊断系统，它们可以将标本量有限的诊断项目，或者需要大量资源投入而效益并不高的诊断项目外包给独立医学实验室，而不必配置利用率不高、价格昂贵的检验仪器，节约了运营成本；
- 独立医学实验室可为基层医疗机构提供诊断技术支持，也是通过社会力量办医，帮助公立基层医疗机构提升诊断技术水平的一种方式；
- 政府公共卫生和预防项目，如妇女的两癌筛查、先天性疾病的产前诊断、新生儿遗传性疾病筛查和体检普查等，由于这些项目的技术要求较高，检验量较大，而规模较大的独立医学实验室恰好具有承接该类项目的能力。

图 2：1949~2009 年我国医院数量变化



资料来源：卫生部年鉴，国信证券经济研究所

图 3：2009 年我国医院分级数量构成

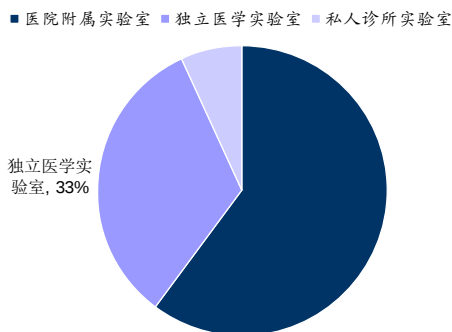


资料来源：卫生部年鉴，国信证券经济研究所

独立医学实验室在发达国家已是成熟产业

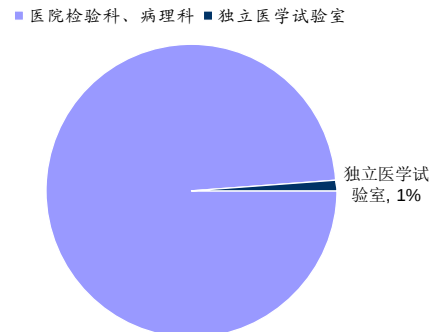
独立医学实验室在欧美日发达国家已经是作为重要医疗服务机构之一的成熟产业。美国独立医学实验室已经占检验市场 1/3 左右市场份额，而我国只有约 1%。

图 4：美国医学诊断服务市场格局



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

图 5：国内医学诊断服务市场格局



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

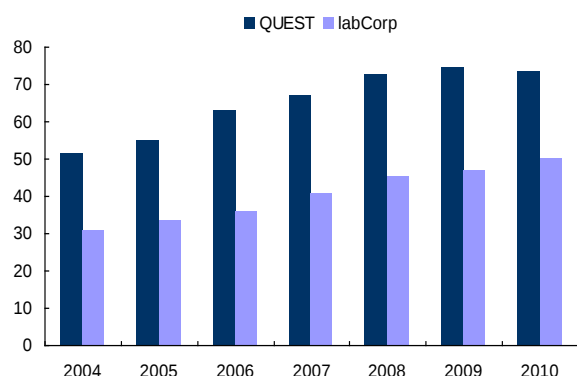
在美国，这一成熟产业亦已产生了巨头公司：最大的连锁型独立医学实验室

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

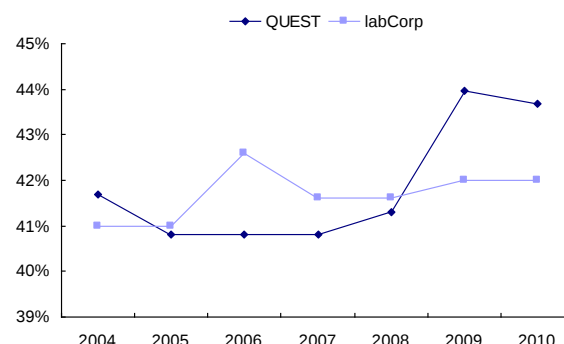
QUEST2010 年销售额和净利润分别高达 73.4 亿美元、7.2 亿美元。排名第二的 LabCorp2010 年销售额和净利润达 50 亿美元、5.6 亿美元。两家公司的毛利率都超过 40%，均可开展超过 3000 项的检验项目。

图 6：04-10 年 QUEST 与 LabCorp 收入变化(单位:亿美元)



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

图 7：04-10 年 QUEST 与 LabCorp 毛利率变化



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

国内行业竞争格局：还处于分散竞争的初始阶段

在我国，独立医学诊断最近 10 年间发展起来的新兴行业，仍处在起步阶段，由于各地区医疗卫生机构之间的观念不同，其发展也很不平衡。目前国内已有超过 100 家独立医学实验室，主要集中在沿海发达地区。市场份额领先的包括广州金城、杭州艾迪康、杭州迪安、广州达安高新。整体竞争格局出现“全国仍然分散、区域初步集中”的格局。

表 1：09 年国内各主要独立医学实验室的市场占有率

企业	市场占有率
广州金城	20%
迪安诊断	15~20%
杭州艾迪康	15~20%
高新达安	10~15%

数据来源：招股书，国信证券经济研究所

表 2：09 年国内各主要独立医学实验室在长三角地区的市场占有率

企业	市场占有率
迪安诊断	35%以上
杭州艾迪康	20~30%
广州金城、高新达安	10%以下

数据来源：招股书，国信证券经济研究所

主营业务分析

公司经营概况

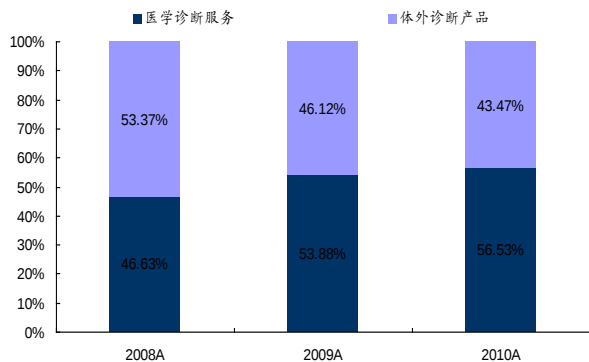
公司主营业务分为两块：1) 连锁独立医学实验室；2) 代理罗氏体外诊断产品。2010 年，公司营运独立实验室 8 家，第一家成立的实验室杭州迪安实现净利润 2202 万元；代理业务的实体公司迪安基因实现净利润 1103 万元；上述两家子公司是目前公司的主要利润来源。其他连锁实验室中，南京迪安 10 年已实现净利润超过 600 万元，是快速发展的第二梯队，其他实验室多处于微利或亏损期。

表 3: 迪安诊断主营业务简况

业务类别	要点
医学诊断服务外包	通过建设连锁化的独立医学实验室，为各级医疗卫生机构等提供精准、及时的医学诊断外包服务以及科研外包服务；并依托医学诊断服务平台，获取司法鉴定特许经营资质，接受个人的委托，提供公正、独立的司法鉴定服务。10 年收入 1.94 亿元，毛利率 44.69%。
体外诊断产品代理	与上海罗氏等国内外领先医学诊断产品供应商建立战略合作关系，由本公司在部分区域内代理销售或租赁检验仪器，以及销售试剂耗材和提供技术支持服务。10 年收入 1.49 亿元，毛利率 24.30%。

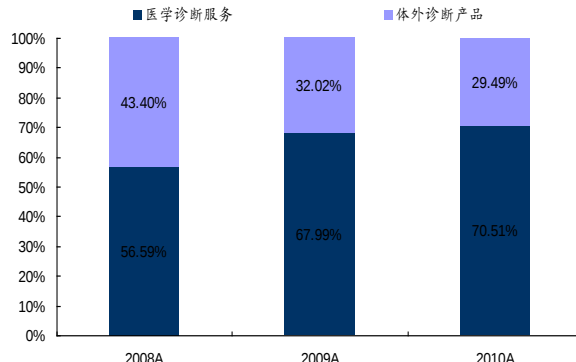
数据来源：招股书，国信证券经济研究所

图 8: 08-10 年公司分业务收入构成



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

图 9: 08-10 年公司分业务毛利构成



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

表 4: 迪安诊断细分业务类别

业务类别	主要服务及产品	分项目级产品	主要用途
医学诊断服务外包	医学诊断服务	生化检验 病理检验 免疫检验 PCR 检验 综合检验	肝、肾、心脑血管性疾病及电解质紊乱等代谢性疾病 肿瘤诊断及预后判断等 激素、肿瘤、不孕不育、感染性疾病及自身 感染性疾病、遗传性疾病等 包括自身免疫性疾病、感染性疾病、血液病及遗传性疾病等
体外诊断产品代理	检验仪器、诊断试剂、耗材等体外诊断产品	上海罗氏产品 复星科技产品	上海罗氏的生化、发光免疫、分子诊断仪器及试剂代理销售及技术支持服务 复星科技的生化、免疫、分子诊断、微生物仪器及试剂代理销售及技术支持

数据来源：招股书，国信证券经济研究所

表 5: 08-10 年诊断服务类子公司收入和净利润 (单位: 百万)

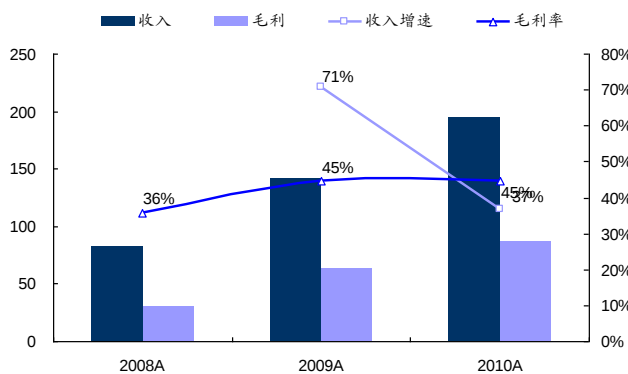
子公司	2008A	2009A	2010A
一、杭州迪安			
收入	51.71	69.90	95.65
净利润	6.13	12.80	22.02
二、南京迪安			
收入	23.71	39.13	43.47
净利润	0.00	4.44	6.22
三、上海迪安			
收入	5.58	16.79	19.43
净利润	(2.34)	0.65	1.09
四、北京迪安			
收入	2.14	9.37	14.88
净利润	(2.46)	(1.52)	(0.58)
五、温州迪安			
收入		6.43	10.23
净利润		(0.28)	0.59
六、淮安迪安			
收入		0.12	8.05
净利润		(0.27)	0.56
七、济南迪安			
收入		0.11	2.34
净利润		(2.14)	(4.81)
八、沈阳迪安			
收入			0.00
净利润			(1.85)

资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

独立医学实验室快速增长带动整体毛利率持续提升

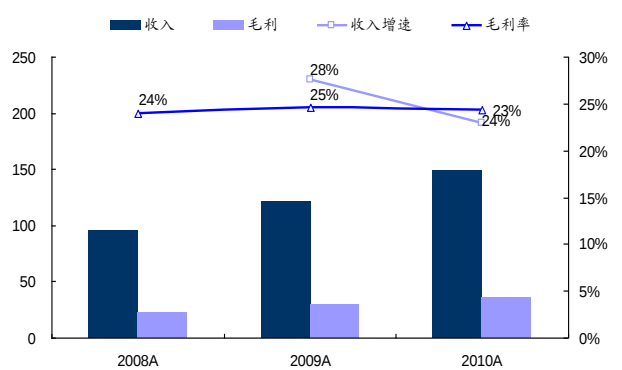
09-10 年公司医学诊断服务(独立医学实验室)收入快速增长 71%、37%。代理体外诊断产品业务平稳增长 28%、24%。由于医学诊断服务的毛利率更高, 收入比重持续上升也带来整体毛利率的持续提升。同时得益于规模扩大效应及较高毛利率的三级医院业务、病理检验业务较快增长, 医学诊断服务本身的毛利率在过去 3 年也在持续提升。

图 10: 医学诊断服务收入及毛利率 (单位: 百万元)



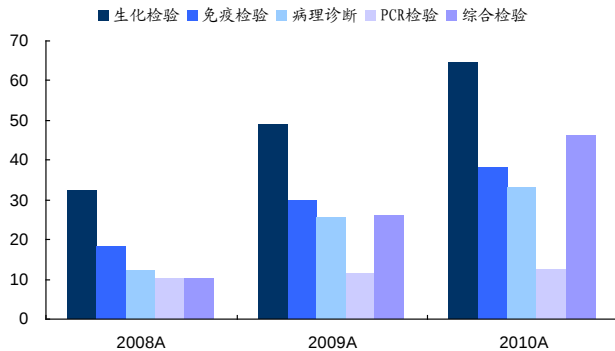
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

图 11: 体外诊断产品收入及毛利率 (单位: 百万元)



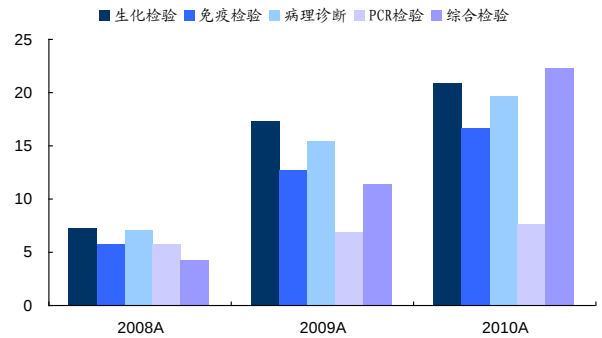
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

图 12: 08-10 年各医学诊断服务项目收入 (单位: 百万元)



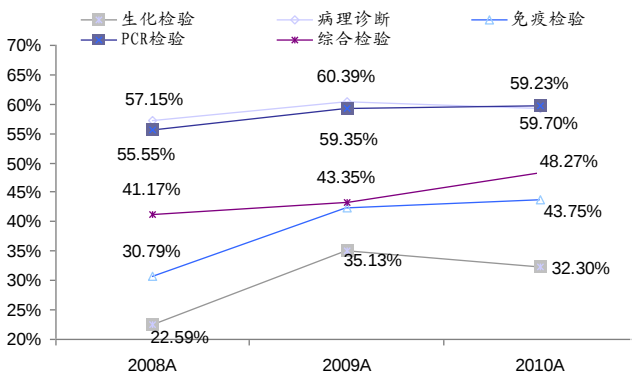
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

图 13: 08-10 年各医学诊断服务项目毛利 (单位: 百万元)



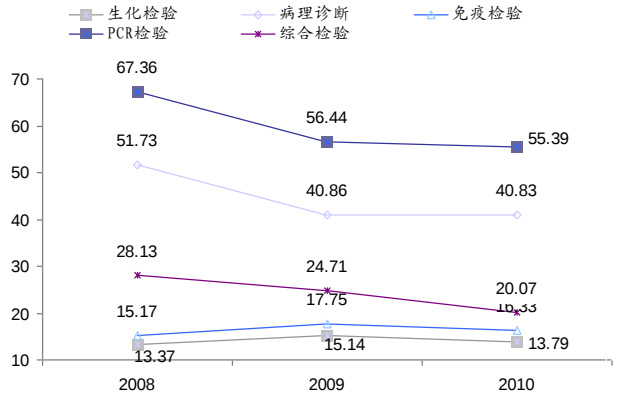
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

图 14: 08-10 年各医学诊断服务项目毛利率



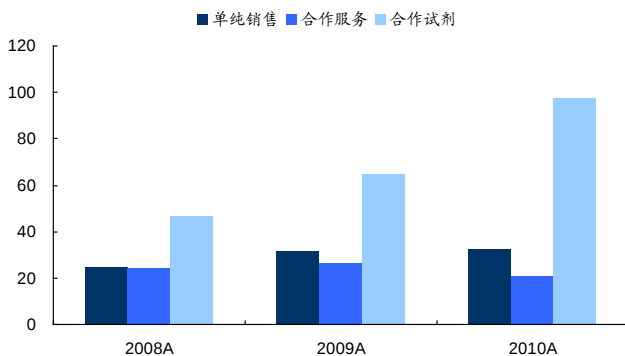
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

图 15: 08-10 年主要诊断外包服务项目的单价 (单位: 元/个)



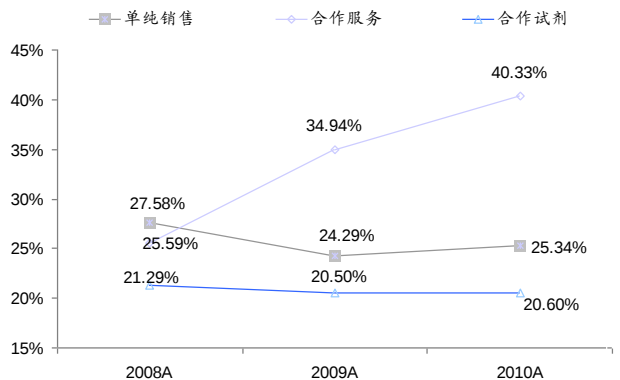
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

图 16: 08-10 年体外诊断产品不同销售模式的收入 (单位: 百万元)



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

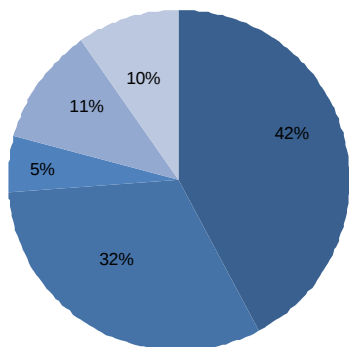
图 17: 08-10 年体外诊断产品不同销售模式的毛利率



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

图 18: 10 年按客户类型划分的收入构成

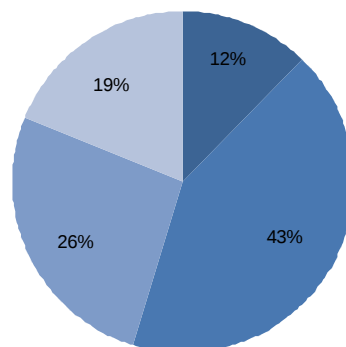
■ 综合医院 ■ 专科医院 ■ 体检中心 ■ 社区卫生服务中心 ■ 其他医疗机构



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

图 19: 10 年按客户等级划分的收入构成

■ 三级医院 ■ 二级医院 ■ 一级医院 ■ 无等级医疗机构



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

销售网络及销售模式

公司代理业务目前为代理上海罗氏公司的体外诊断产品。由于公司在区域医院检验科室的销售网络具备一定渠道优势，同时自身的连锁独立医学实验室就是诊断试剂、仪器产品的消耗大户，因此预计此项业务保持稳定。

表 6: 公司体外诊断产品的代理销售模式

销售模式	具体销售方式	客户群
单纯销售	体外诊断产品的进销差价，及后续的技术服务费收入	主要为浙江、江苏地区的各级医疗卫生机构
联动销售	“合作试剂”：公司免费向客户提供检验仪器，并提供后续的试剂供应及技术支持服务，根据合同约定客户每年向公司采购不低于一定金额的配套诊断试剂，公司按照所提供试剂的销售价格进行收费，利润来源于试剂的进销差价； “合作服务”：即公司向客户提供检验仪器，并提供技术支持服务。公司按照所提供仪器在一定期间内所产生的诊断收入的一定比例收取技术服务费收入。	

数据来源：招股书，国信证券经济研究所

表 7: 体外诊断产品的代理销售模式的收入比例（单位：百万）

	2008A		2009A		2010A	
	收入	收入比例	收入	收入比例	收入	收入比例
单纯销售	24.49	25.73%	31.29	25.77%	32.19	21.57%
联动销售	70.67	74.27%	90.11	74.23%	117.04	78.43%
其中：合作服务	24.10	25.33%	25.83	21.28%	20.24	13.56%
其中：合作试剂	46.56	48.94%	64.28	52.95%	96.81	64.87%
合计	95.15	100.00%	121.41	100.00%	149.23	100.00%

数据来源：招股书，国信证券经济研究所

募投项目

此次公司募集资金几乎全部用于连锁独立医学实验室业务，包括总部和南京实验室的迁建和沈阳、南昌、天津实验室的新建。

表 8: 公司募投项目简况

序号	项目名称	预计投资总额 (百万元)	使用募集资金金额 (百万元)	说明
一、扩建医学检验所项目				
1	总部中心实验室迁建项目	74.25	74.25	以杭州迪安为实施主体，增强诊断水平和竞争力，加强司法鉴定业务
2	南京迪安医学诊断实验室迁址扩建项目	50.00	50.00	迁址扩建，开展检验业务和病理诊断业务
二、新建医学检验所项目				
3	沈阳迪安医学检验所建设项目	20.00	20.00	预计 2016 年第三方医学诊断市场容量将达到 6.88 亿元，目前市场空白。
4	新建迪安医学检验所建设项目（南昌）	17.60	17.60	预计 2016 年第三方医学诊断市场容量将达到 4.47 亿元，目前市场刚处于起步阶段。
5	天津迪安医学检验所建设项目	17.00	17.00	预计 2016 年第三方医学诊断市场容量将达到 2.90 亿元。
三、信息化管理平台改进项目				
6	信息化管理平台改进项目	28.00	28.00	构建全面覆盖公司经营体系的信息管理系统

资料来源：招股书，国信证券经济研究所

注：沈阳迪安于 2010 年 12 月取得《医疗执业许可证》。

表 9: 公司招股书对新建医学检验所项目收入和利润的预测（单位：百万）

项目	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
一、沈阳迪安							
收入	8.00	24.00	40.80	59.16	76.91	76.91	76.91
净利润	(3.42)	(0.04)	4.87	10.30	13.52	15.30	15.27
二、新建迪安							
收入	5.00	15.00	30.00	50.00	70.00	70.00	70.00
净利润	(3.05)	(1.22)	2.49	7.74	12.29	13.87	13.85
三、天津迪安							
收入	4.80	12.00	27.00	46.00	62.00	62.00	62.00
净利润	(2.59)	(1.11)	3.71	8.74	12.54	14.10	14.08

资料来源：招股书，国信证券经济研究所

盈利预测及估值

公司上市公告书披露，2011 年 1 季度（未经审计）公司实现营业收入为 8663.00 万元，比去年同期增长 39.58%；利润总额为 1045.62 万元，比去年同期增长 30.03%；净利润为 839.80 万元，比去年同期增长 39.29%，保持了快速增长势头。预计募集资金到位后，3-4 季度财务费用进一步下降，业绩保持持续增长。

随着公司实验室业务的拓展、新开实验室逐步进入盈利期，未来 3 年业绩持续增长，我们预计 2011-2013 EPS0.90、1.23、1.69 元/股，同比增长 42%、37%、37%。（细分业务预测见下表）

独立医学实验室未来发展前景广阔，公司已初步搭建全国连锁网络，在行业竞争初期，公司有望借力上市后的资金优势和品牌优势实现持续较快发展。目前 A 股市场医疗服务类公司估值普遍偏高，4 家可比公司平均估值水平达 11PE42X。我们给予公司一年期合理价区间 27~30 元，相当于 11 年 PE 30X~33 X。

表 10：迪安诊断细分业务收入及毛利率预测（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、医学诊断服务						
收入	83.14	141.85	194.04	275.50	396.28	531.77
增长率		70.6%	36.8%	42.0%	43.8%	34.2%
毛利率	35.8%	44.6%	44.7%	44.7%	44.5%	44.5%
1、杭州迪安						
收入	51.71	69.90	95.65	126	162	202
增长率		35.2%	36.8%	32%	28%	25%
2、南京迪安						
收入	23.71	39.13	43.47	57	71	88
增长率		65.1%	11.1%	30%	25%	25%
3、上海迪安						
收入	5.58	16.79	19.43	26	34	43
增长率		200.8%	15.7%	35%	30%	25%
4、北京迪安						
收入	2.14	9.37	14.88	22	30	38
增长率		336.8%	58.8%	50%	35%	25%
5、温州迪安						
收入		6.43	10.23	15	21	29
增长率			59.1%	50%	40%	35%
6、淮安迪安						
收入		0.12	8.05	14	20	26
增长率			6566.2%	80%	40%	30%
7、济南迪安						
收入		0.11	2.34	9	14	19
增长率			1982.4%	300%	50%	34%
9、黑龙江迪安						
收入				0	20	36
8、沈阳迪安						
收入				5	20	36
10、天津迪安						
收入					2	8
11、江西迪安						
收入					2	7
二、体外诊断产品代理						
收入	95.15	121.41	149.23	183	219	263
增长率		27.6%	22.9%	22%	20%	20%
毛利率	24.0%	24.5%	24.3%	24.2%	24.2%	24.2%
收入合计	178	263	343	458	615	795
增长率		47.65%	30.40%	33%	34%	29%
毛利率	29.51%	35.36%	35.82%	36.5%	37.3%	37.8%

数据来源：招股书，国信证券经济研究所

表 11：A 股主要可比医药上市公司估值表

股票代码	公司简称	主营业务	股价	总市值	EPS (元)				P/E				PB	EV/EBITDA	ROE 10A
			11-7-15	亿元	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E			
002022	科华生物	体外诊断产品	14.50	71	0.46	0.53	0.61	0.70	32	27	24	21	9	23	14.50
002030	达安基因	体外诊断产品+连锁独立医学实验室	10.95	38	0.16	0.24	0.30	0.36	67	45	37	30	9	36	10.95
300015	爱尔眼科	连锁眼科医院	35.02	94	0.45	0.67	1.00	1.46	78	52	35	24	8	34	35.02
600763	通策医疗	连锁口腔医院	18.98	30	0.31	0.42	0.59	0.89	62	45	32	21	11	36	18.98
平均值									60	42	32	24	9	32	

数据来源：Wind、国信证券研究所。

注：按现有股本摊薄；绿色阴影部分为国信暂未覆盖公司，盈利预测取 wind 预测中值

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	84	367	337	325	营业收入	343	458	615	795
应收款项	80	106	145	187	营业成本	220	291	386	495
存货净额	25	33	45	57	营业税金及附加	1	2	3	4
其他流动资产	4	5	7	10	销售费用	33	45	61	78
流动资产合计	192	512	534	579	管理费用	53	71	98	125
固定资产	26	51	92	129	财务费用	1	(2)	(4)	(4)
无形资产及其他	1	1	1	1	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	234	578	642	724	营业利润	34	51	71	98
短期借款及交易性金融负债	15	15	15	15	营业外净收支	4	2	2	2
应付款项	39	47	62	80	利润总额	38	53	73	100
其他流动负债	18	23	31	40	所得税费用	8	11	15	20
流动负债合计	72	86	109	135	少数股东损益	(2)	(3)	(5)	(7)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	32	46	63	86
其他长期负债	2	2	2	2					
长期负债合计	2	2	2	2					
负债合计	74	88	111	137					
少数股东权益	8	6	2	(2)					
股东权益	152	485	529	589					
负债和股东权益总计	234	578	642	724					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	32	46	63	86
资产减值准备	(1)	(0)	0	0
折旧摊销	7	5	9	13
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	(2)	(4)	(4)
营运资本变动	(4)	(23)	(29)	(31)
其它	(2)	(2)	(3)	(5)
经营活动现金流	33	26	39	64
资本开支	(11)	(30)	(50)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(11)	(30)	(50)	(50)
权益性融资	20	301	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(1)	(14)	(19)	(26)
其它融资现金流	(14)	0	0	0
融资活动现金流	3	287	(19)	(26)
现金净变动	25	283	(30)	(12)
货币资金的期初余额	59	84	367	337
货币资金的期末余额	84	367	337	325
企业自由现金流	20	(8)	(18)	7
权益自由现金流	6	(7)	(14)	10

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.85	0.90	1.23	1.69
每股红利	0.10	0.27	0.37	0.51
每股净资产	3.96	9.48	10.34	11.53
ROIC	18%	19%	19%	22%
ROE	21%	9%	12%	15%
毛利率	36%	37%	37%	38%
EBIT Margin	10%	11%	11%	12%
EBITDA Margin	12%	12%	12%	13%
收入增长	30%	33%	34%	29%
净利润增长率	89%	42%	37%	37%
资产负债率	35%	16%	18%	19%
息率	0.2%	1.5%	2.1%	2.9%
P/E	27.8	26.1	19.1	13.9
P/B	5.9	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	23.4	23.8	17.5	12.6

资料来源: 国信证券经济研究所预测。EPS 按当期股本。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
廉怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏		袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn