

和佳股份 300273.SZ

专业提供肿瘤微创综合治疗解决方案

事件：和佳股份首次发行 3,335 万股。

研究结论

● **建议申购价为 18.63-21.06 元**
根据我们的盈利预测，公司 2011、2012、2013 年实现摊薄后每股收益为 0.60 元、0.81 元、1.11 元，以 2012 年的预测市盈率 23-26 倍间申购，建议申购价区间为 18.63-21.06 元。

● **实际控制人为郝镇熙、蔡孟珂夫妇**
发行人的控股股东、实际控制人为郝镇熙、蔡孟珂夫妇，分别持有发行人 2826 万股和 2986 万股，分别占发行人发行前总股本的 28.26%和 29.86%；占发行人发行后总股本的 21.19%和 22.39%。

● **公司主营业务迅速发展**
公司凭借在肿瘤微创治疗和医用分子筛制氧领域的技术优势和丰富的产品储备，近几年主营业务保持高速增长，2008 年至 2010 年公司收入的复合增长率达到 36.92%，净利润复合增长率达到 188%。(1) 肿瘤微创治疗作为外科手术、放疗和化疗之后第四种癌症治疗的手段，未来的发展空间巨大。在 7,756 家二级以上医院中，公司综合其是否具有癌症治疗经验、是否具备 CT 等辅助设备等多方面分析，确定了约 4,500 家适合采用肿瘤微创设备的目标医院，市场空间约有 225 亿元；(2) 医用分子筛制氧设备及工程是公司又一重要领域，该市场发展迅速，在 2 年保修期结束后公司的服务收入或将进一步跃升，甚至利润水平或将超过销售设备本身；(3) 公司自产医用影像设备在 2011 年开始推向市场且已经取得了很好的成绩，上半年收入为 2,118.89 万元，预计未来将成为公司又一个重要的利润来源；(4) 常规诊断设备保持平稳增长。

● **公司独特竞争力在于提供全套方案以及业务过程的创新**
公司肿瘤微创综合治疗设备主要包含 6 大设备，既可单独使用，作为医院治疗局部肿瘤的设备，也可以成套使用，建立相应的“肿瘤中心”。在公司提供的个性化序贯联合治疗中系列化地使用公司产品，而部分产品是公司具有自主知识产权的，所以在整个治疗模式中公司具有一定的垄断性和定价权。

另外在业务过程中公司自有直销渠道的覆盖广度宽、客户关系深度维护良好，也能够通过渠道的日常维护和开发，获得医院的采购订单，实现同一销售对象的重复销售和交叉销售。而为了解决医院账期长的缺点，公司对于肿瘤设备业务引入了第三方融资租赁公司，有效地缩短了账期、降低了回款风险。

● **募集资金项目分析**
公司本次拟向社会公众发行 3,335 万股普通股，占发行后总股本的比例为 25.01 %。本次发行募集资金全部用于公司主营业务相关的项目及补充主营业务发展所需的营运资金。

● **风险提示**
技术研发风险、产品责任风险、实际控制人控制风险等。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



证券分析师 李淑花
8621-63325888 × 6088
lishuhua@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860208110154

联系人 宋敏
8621-63325888 × 6107
songmin@orientsec.com.cn

合理股价区间	18.63-21.06 元
发行后总股本（万股）	13,335
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 10 月 13 日

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	334	527	671	861	
同比(%)	37%	58%	27%	28%	
归属母公司净利润	45	79	108	148	
同比(%)	167%	75%	36%	37%	
毛利率(%)	52.7%	48.9%	49.8%	50.5%	
ROE(%)	26.0%	9.3%	11.2%	13.5%	
每股收益(元)	0.34	0.60	0.81	1.11	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1 建议申购价为 18.63-21.06 元	4
2 盈利预测	4
3 公司简介	6
3.1 专业从事医疗设备的研发、生产、销售和服务	6
3.2 公司实际控制人为郝镇熙、蔡孟珂夫妇	7
4 业务和 product 分析	8
4.1 公司主营业绩保持高速增长	8
4.2 研发实力保证公司持续发展	10
5 公司独特的竞争力	11
5.1 专业提供肿瘤微创治疗综合解决方案	11
5.2 业务过程中的创新	12
6 募集资金项目分析	13
7 风险提示	14

图表目录

图 1：公司业务发展历程.....	6
图 2：公司 IPO 前股权结构图.....	7
图 3：2011 年上半年收入构成.....	8
图 4：2011 年上半年毛利构成.....	8
图 5：公司近三年分业务毛利.....	8
图 6：公司近三年净利润及增速.....	8
图 7：公司研发支出占收入比例.....	10
图 8：公司研发及改进的产品.....	10
图 9：肿瘤微创治疗主要系列产品.....	11
图 10：肝癌常规序贯联合治疗方案.....	12
表 1：可比公司估值.....	4
表 2：公司销售收入分类别预测表.....	4
表 3：公司盈利预测表.....	5
表 4：公司 IPO 前后股本变化.....	7
表 5：公司各产品近几年对业绩的贡献.....	9
表 6：公司募集资金项目情况.....	13
附表：财务报表预测与比率分析.....	15

1 建议申购价为 18.63-21.06 元

根据我们的盈利预测，公司 2011、2012、2013 年实现摊薄后每股收益为 0.60 元、0.81 元、1.11 元，以 2012 年的预测市盈率 23-26 倍间申购，建议申购价区间为 18.63-21.06 元。

表 1：可比公司估值

简称	股价 (09/08)	每股收益（元）				市盈率			
		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
鱼跃医疗	24.38	0.64	0.64	0.91	1.28	80.05	38.30	26.82	19.00
领先科技	17.90	-0.40	0.98	1.40	-	-79.54	18.27	12.79	-
九安医疗	11.32	0.22	0.18	0.25	0.28	171.91	62.30	45.59	41.01
尚荣医疗	25.35	0.75	0.64	1.09	1.61	33.80	39.91	23.19	15.74
乐普医疗	15.65	0.51	0.68	0.90	1.11	54.18	23.01	17.37	14.06
阳普医疗	10.71	0.39	0.31	0.41	0.55	77.80	34.56	26.38	19.58
东富龙	42.01	2.38	1.39	1.87	2.44	17.65	30.16	22.50	17.21
理邦仪器	24.85	0.88	0.90	1.27	1.70	28.24	27.62	19.60	14.62
千山药机	38.00	0.90	1.01	1.52	2.09	42.22	37.57	25.00	18.20
宝莱特	35.00	1.10	1.16	1.58	2.12	31.82	30.22	22.22	16.55
万东医疗	13.36	0.19	0.27	0.34	0.41	82.51	49.93	39.60	32.59
新华医疗	28.15	0.45	0.75	1.08	1.56	62.42	37.61	25.99	18.07
平均值						50.26	35.79	25.59	20.60
中值						48.20	36.07	24.10	18.07

资料来源：WIND，东方证券研究所

2 盈利预测

主要假设：

- 预计肿瘤微创治疗设备 2011-2013 年保持 30%以上的增速；
- 预计医用分子筛制氧设备及工程 2011-2013 年保持 30%以上的增速；
- 预计医用影像设备 2011-2013 年的收入达到 5000 万、7000 万和 1 亿；
- 预计其他业务平稳增长且费用率逐年下降。

表 2：公司销售收入分类预测表

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
肿瘤微创治疗设备	销售收入	69.88	103.42	154.37	208.40	270.92	352.20
	增长率		47.99%	49.27%	35.00%	30.00%	30.00%
医用分子筛制氧设备及工程	销售收入	25.37	54.06	97.63	126.92	171.35	231.32
	增长率		113.09%	80.61%	30.00%	35.00%	35.00%
常规诊疗设备	销售收入	17.59	21.96	30.43	36.51	41.99	48.28

	增长率		24.80%	38.58%	20.00%	15.00%	15.00%
其他	销售收入	4.27	4.36	6.53	15.00	17.25	19.84
	增长率		2.25%	49.61%	129.87%	15.00%	15.00%
医用影像设备	销售收入	-	-	-	50.00	70.00	100.00
	增长率		#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	40.00%	42.86%
设备代理经销	销售收入	58.70	56.12	43.86	90.00	99.00	108.90
	增长率		-4.39%	-21.86%	105.22%	10.00%	10.00%
销售收入合计	销售收入	175.80	239.91	332.81	526.83	670.50	860.54
	增长率		36.47%	38.72%	58.30%	27.27%	28.34%

资料来源：公司招股书，东方证券研究所

根据以上假设，我们预计 2011-2013 年公司实现归属于母公司股东的净利润为 0.79 亿元、1.08 亿元、1.48 亿元，同比增长 75.4%、36.1%、36.7%，实现每股收益 0.60 元、0.81 元、1.11 元。

表 3：公司盈利预测表

利润表	单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	334	527	671	861
营业成本	158	269	336	426
营业税金及附加	4	6	7	9
营业费用	80	111	134	164
管理费用	42	58	82	103
财务费用	3	-9	-17	-16
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	46	92	126	174
营业外收入	11	5	5	5
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	57	96	131	179
所得税	10	17	23	31
净利润	47	79	108	148
少数股东损益	2	0	0	0
归属于母公司净利润	45	79	108	148
EBITDA	49	86	117	170
EPS (元)	0.34	0.60	0.81	1.11

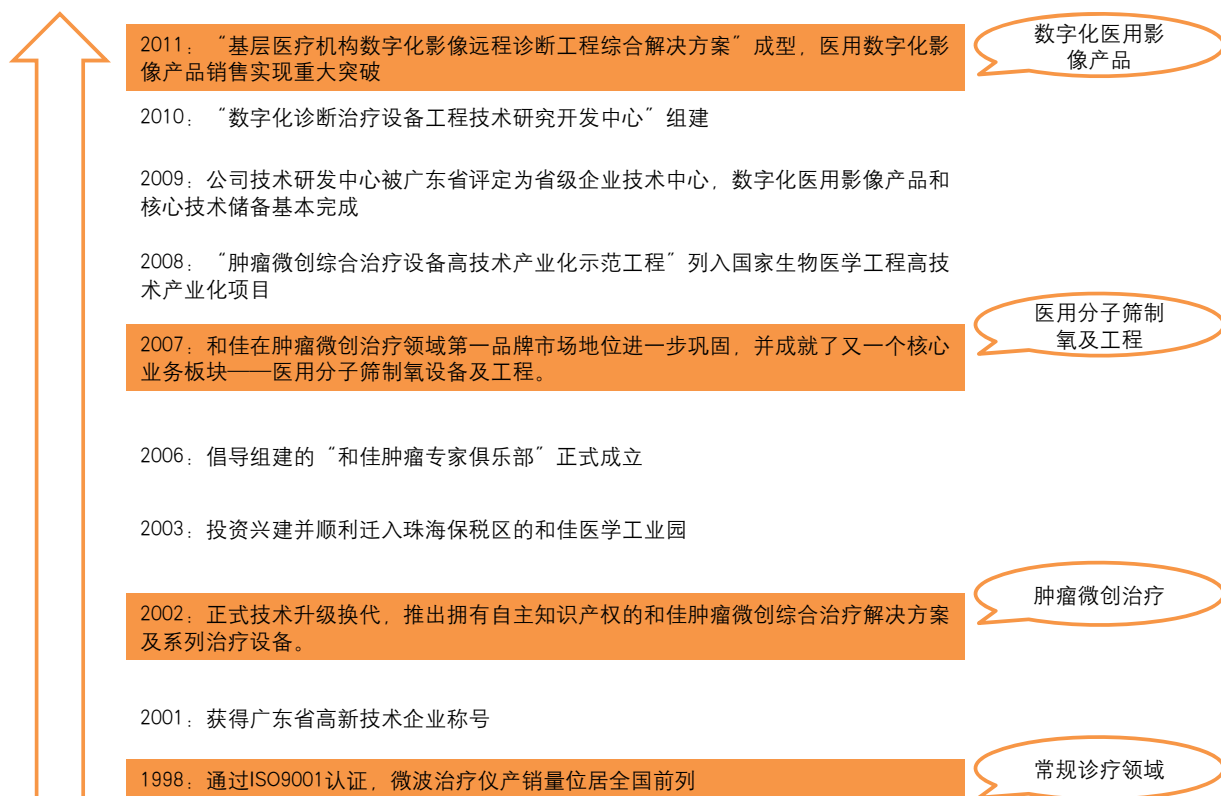
资料来源：东方证券研究所

3 公司简介

3.1 专业从事医疗设备的研发、生产、销售和服务

公司一直精耕于国内医疗设备市场，通过不断的技术创新和自主开发，目前拥有 4 大板块 18 个品种 43 个型号的自产产品，应用领域覆盖了肿瘤微创治疗、医用分子筛制氧及工程和常规诊疗领域，从 2011 年开始数字化医用影像产品成为公司新的核心业务板块。公司是国内第一家、也是目前唯一一家提出“肿瘤微创综合治疗解决方案”的企业。

图 1：公司业务发展历程

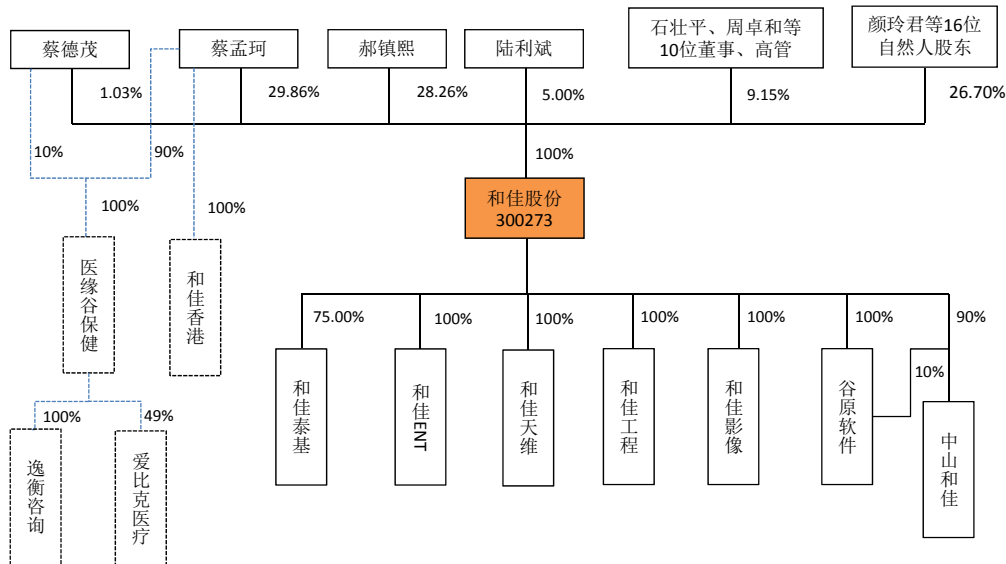


资料来源：东方证券研究所

经过 10 多年建设，公司已经拥有一个覆盖全国 28 个省区，直接针对国内医疗机构用户的直销网络，目前已经为 6300 多家医院提供相关产品、技术和服务。

公司发起人为郝镇熙、蔡孟珂、张学海等 15 人，主要发起人为郝镇熙、蔡孟珂夫妇。

图 2：公司 IPO 前股权结构图



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

公司近三年主营业务未发生变化，肿瘤微创治疗设备和医用中心分子筛制氧设备及工程是公司两大核心业务板块。经过近十年的发展，公司已经成为专业优势突出、产品和渠道覆盖面广的综合性医疗设备、技术、服务的提供商。

3.2 公司实际控制人为郝镇熙、蔡孟珂夫妇

发行人的控股股东、实际控制人为郝镇熙、蔡孟珂夫妇，分别持有发行人 2826 万股和 2986 万股，分别占发行人发行前总股本的 28.26%和 29.86%；占发行人发行后总股本的 21.19%和 22.39%。

表 4：公司 IPO 前后股本变化

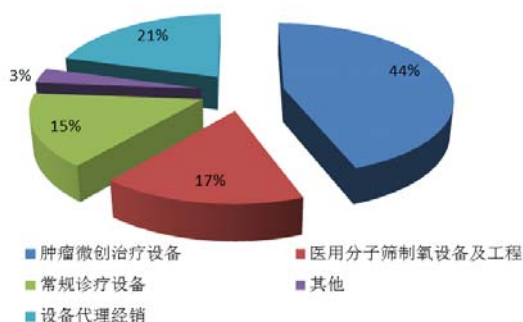
股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
蔡孟珂	2,986	29.86%	2,986	22.39%
郝镇熙	2,826	28.26%	2,826	21.19%
陆利斌	500	5.00%	500	3.75%
颜玲君	499	4.99%	499	3.74%
唐自刚等自然人股东	3,189	31.89%	3,189	23.92%
社会公众股	-	-	3,335	25.01%
合计	10,000	100.00%	13,335	100.00%

资料来源：公司招股书，东方证券研究所

4 业务和-product 分析

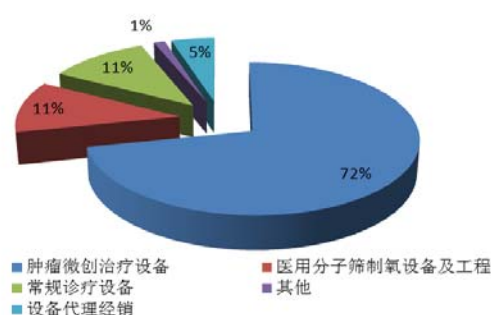
公司形成了肿瘤微创治疗设备、医用分子筛制氧设备及工程、常规诊疗设备和医疗设备代理经销四大业务板块，并依托在肿瘤微创治疗和医用分子筛制氧领域的技术优势和丰富的产品储备，成为上述领域的综合解决方案提供商。

图 3：2011 年上半年收入构成



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

图 4：2011 年上半年毛利构成

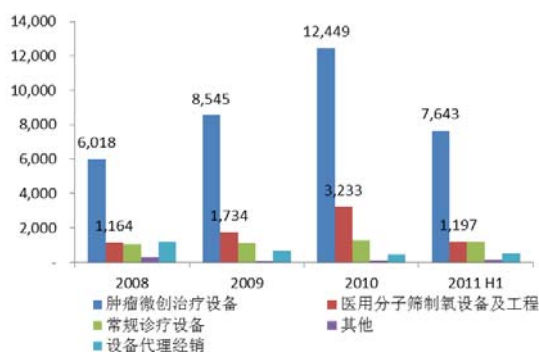


资料来源：公司招股书、东方证券研究所

4.1 公司主营业绩保持高速增长

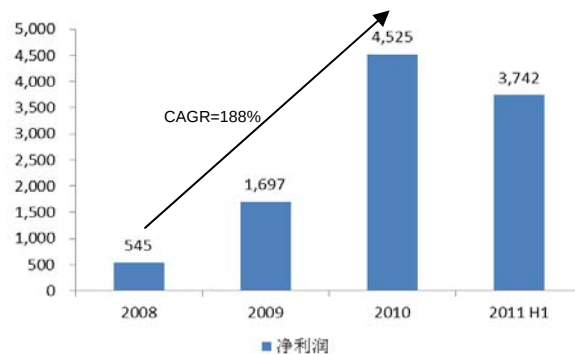
公司凭借在肿瘤微创治疗和医用分子筛制氧领域的技术优势和丰富的产品储备，近几年主营业务保持高速增长，2008 年至 2010 年公司收入的复合增长率达到 36.92%，净利润复合增长率达到 188%。

图 5：公司近三年分业务毛利



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

图 6：公司近三年净利润及增速



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

近三年中，公司不断提高自产设备占比，调整产品结构、深化销售战略，以肿瘤微创治疗设备为基础，在保持常规诊疗设备稳步增长的同事，积极拓展医用制氧设备及工程等产品的开发和销售，公司产品线不断丰富，形成稳定的四大业务板块。

表 5：公司各产品近几年对业绩的贡献

(单位：百万元)	2011 年上半年		2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%
肿瘤微创治疗设备	9,405.43	44.39%	15,437.03	46.38%	10,341.50	43.11%	6,987.87	39.75%
医用分子筛制氧设备及工程	3,496.84	16.50%	9,763.31	29.34%	5,405.73	22.53%	2,536.83	14.43%
常规诊疗设备	3,257.56	15.37%	3,042.53	9.14%	2,195.53	9.15%	1,759.27	10.01%
其他	672.92	3.18%	652.53	1.96%	436.14	1.82%	426.55	2.43%
设备代理经销	4,355.82	20.56%	4,385.58	13.18%	5,612.36	23.39%	5,869.95	33.39%
合计	21,188.57	100.00%	33,280.99	100.00%	23,991.26	100.00%	17,580.47	100.00%

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

肿瘤微创治疗设备是公司核心技术产品，凭借其技术层面的领先性和综合解决方案提供商的优势，收入从 2008 年的 6,987.87 万元增加到 2010 年的 15,437.03 万元，复合增长率达到 48.63%，而且 2011 年上半年已经达到 9,405.43 万元，全年收入很可能达到 2 亿元，同比增速仍在 30% 左右。

肿瘤微创治疗作为外科手术、放疗和化疗之后第四种癌症治疗的手段，未来的发展空间巨大。在 20,291 家医院中，二级以上医院是肿瘤微创设备的主要客户，其数量为 7,756 家。公司综合其是否具有癌症治疗经验、是否具备 CT 等辅助设备等多方面分析，确定了约 4,500 家适合采用肿瘤微创设备的目标医院，市场空间约有 225 亿元。

公司按照漏斗型方案确定相关医院处于何种阶段：25%指医院已开研讨会讨论是否采购；50%指医院开始考察公司、参观公司原有客户、参加公司开设的学术会议；90%指招投标及签约；100%指安装、调试、服务和收款。按照这种方案公司能够有效确定目标医院，并能合理预测未来盈利状况，有助于公司掌握业绩情况。

医用分子筛制氧设备及工程是公司又一重要领域，该市场发展迅速，公司收入从 2008 年的 2,536.83 万元增加到 2010 年的 9,763.31 万元，复合增长率达到 96.18%。

公司已经为全国 108 家各级医院（三甲医院占 41.67%）提供了医用分子筛制氧设备及系统，占全国 300 张床位以上医院总数的 3.54%，占已使用医用分子筛制氧的医院总数的近 9%，是国内装机数量最大的企业之一。今年上半年收入为 3,496.84，增速或将放缓，但是我们认为剩余医院使用此类产品的需求空间仍很大，另外由于医院需要 24 小时不间断供氧，在 2 年保修期结束后公司的服务收入或将跃升上来，甚至利润水平或将超过销售设备本身。

常规诊疗设备是公司起家至今保留的业务，包括一些销售额在数十万元的设备，主要发挥辅助及补充产品线的作用，另外由于上述设备和工程安装期较长，常规诊疗设备销售回款较快，在一定程度上可以减轻供养销售人员的财务压力。

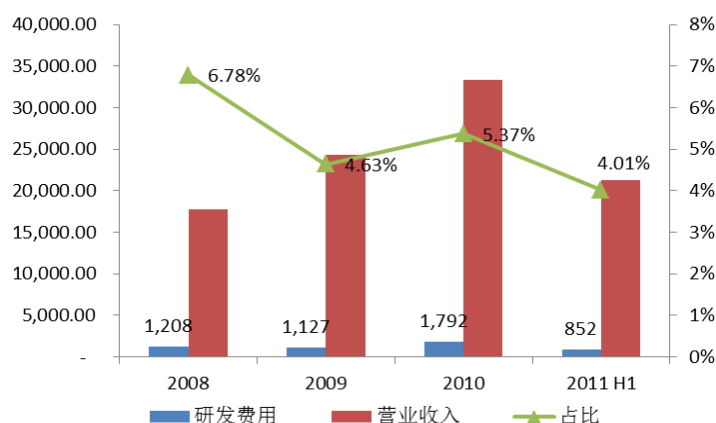
公司自产医用影像设备在 2011 年开始推向市场且已经取得了很好的成绩，上半年收入为 2,118.89 万元，预计未来将成为公司又一个重要的领域。公司借此也逐步降低代理经销产品中的医用影像产品。

4.2 研发实力保证公司持续发展

研发一直是公司技术创新战略的核心,报告期内保持了较高的投入规模。公司研发投入的成果明显,梯队层次合理,为公司报告期内及未来 2 至 3 年增长提供了源动力。

最近几年公司研发费用占营业收入的比例一直较高,高于国内上市的医疗器械 1 个点以上,足见公司对于技术创新的重视和投入程度。

图 7：公司研发支出占收入比例

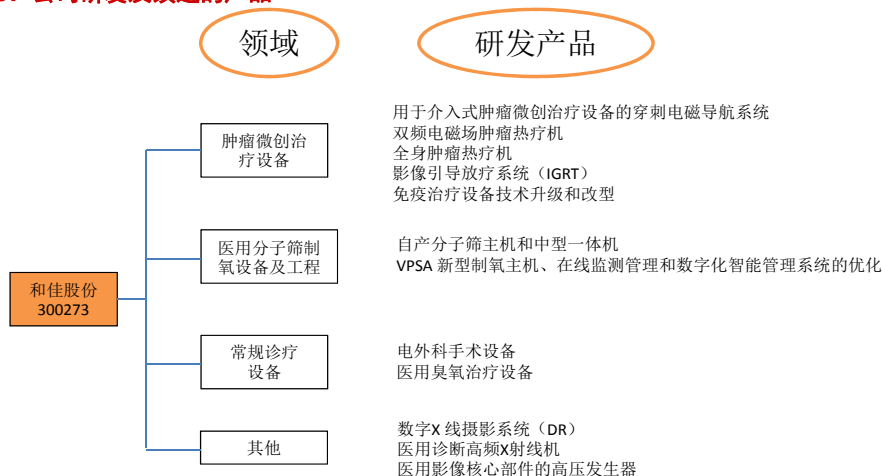


资料来源：公司招股书，东方证券研究所

肿瘤治疗一直公司最具竞争力的核心业务板块,报告期内保持了较高的研发投入规模,用于介入式肿瘤微创治疗设备的穿刺电磁导航系统已经完成研发;双频电磁场肿瘤热疗机已经完成注册检测,目前处于临床前期;全身肿瘤热疗机也已经完成工程样机。

在医用分子筛制氧设备领域,公司目前主要采用美国 AirSep 公司的原装进口主机,这部分功能强大但价格较贵,适用于一些顶级医院。而部分其他二、三级医院对价格仍比较敏感,所以公司自主开发的自产分子筛主机和中型一体机也已研发成功,并形成了销售。

图 8：公司研发及改进的产品



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

5 公司独特的竞争力

5.1 专业提供肿瘤微创治疗综合解决方案

公司经过多年研发，结合放射医学、介入治疗等多个领域的最新技术成果，成功开发出一系列肿瘤微创治疗的专业设备，既可单独使用，作为医院治疗局部肿瘤的设备，也可以成套使用，建立相应的“肿瘤中心”。

图 9：肿瘤微创治疗主要系列产品



放射粒子治疗计划系统
(俗称“体内伽玛刀”)



介入热化疗灌注系统



免疫治疗系统



体腔热灌注治疗机



体外高频热疗机

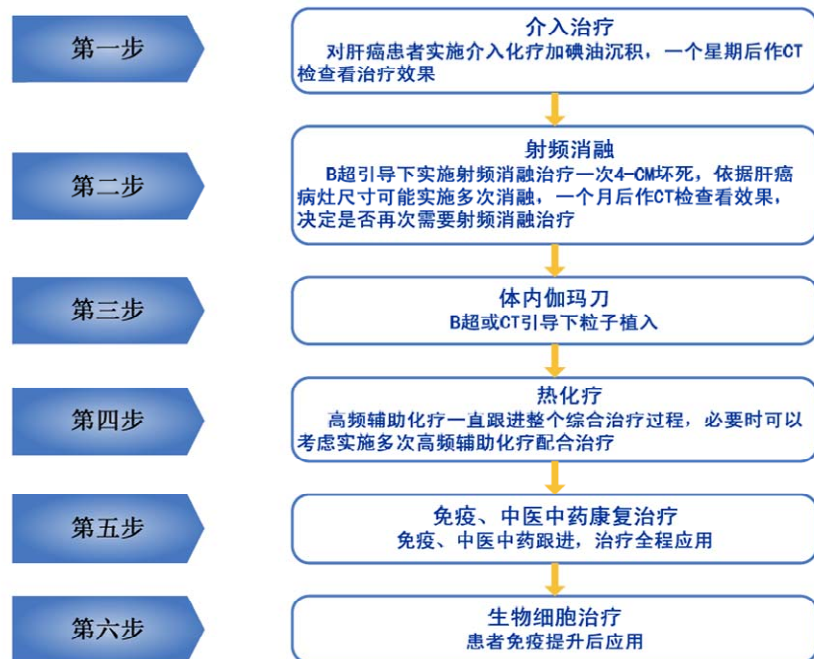
资料来源：公司招股书，东方证券研究所

公司上述设备的使用均纳入各地医保范畴，比例在 50-80%左右，有力地解决了病人的支付问题。而且医保政策也正在逐渐向大病保障倾斜，可能未来比例和金额上都会有进一步突破。

公司不但提供了先进的机器设备，而且致力于恶性肿瘤的治疗模式创新和发展，创造性地提供了“和佳肿瘤微创综合治疗技术方案”。使用公司的系列产品，可以采取个性化序贯联合治疗的模式。这种模式因人制宜、科学有序地应用于每一个具体的患者身上，以达到优势互补、提高疗效的目的。

由于上述部分产品是公司具有自主知识产权的产品,所以在整个治疗模式中公司具有一定的垄断性和定价权。

图 10：肝癌常规序贯联合治疗方案



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

此外还发展出肝癌序贯联合治疗方案、弥漫性肝癌序贯联合治疗方案、肝癌腹水序贯联合治疗方案等，给出了一种“以病人为中心、多手段、跨学科的联合医治”肿瘤的模式，整合了医院科室资源，以先进的肿瘤综合治疗理念为指导，组建手术、微创治疗与其他辅助治疗手段相结合的“肿瘤综合治疗中心”。

此外公司基于上述肿瘤中心及治疗模式提供专业的专家服务,为肿瘤中心建成以后的持续盈利打下基础。

5.2 业务过程中的创新

直销渠道：

公司自有直销渠道的覆盖广度宽、客户关系深度维护良好，也能够通过渠道的日常维护和开发，获得医院的采购订单，实现同一销售对象的重复销售和交叉销售。

另外直销减少了中间环节，有利于保证公司获得既合理又最大化的利润。虽然建设渠道的前期费用会比较大,但是产品线形成规模后总体费用率正在不断降低,而且随着业务板块的不断延伸和形成,公司不同产品之间重复销售和交叉销售的比例提高,销售叠加效应显现,直销渠道的利用效率已有明显提升。

融资租赁：

直销模式的缺点之一是回款较慢，由于直销的销售对象是各大医院，由于国内的实际情况，通常账龄在一年以上。为了解决这一问题，公司在肿瘤微创综合治疗领域引入了第三方融资租赁公司，约50%以上使用该模式。

在这种模式下，实际物流中仍然是公司将设备运往医院并安装，但是账面上是公司将设备销售给融资租赁公司，再由后者出租给医院。通常在安装调试完毕，融资租赁公司即可支付 90%的账款给公司，账期远远低于直接由医院支付。

这种模式也减轻了医院的支付压力，按照租赁期每日的租费只有几百元至几千元不等，而无需一次性支付几十或几百万的资金。

6 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众发行 3,335 万股普通股，占发行后总股本的比例为 25.01 %。本次发行募集资金全部用于公司主营业务相关的项目及补充主营业务发展所需的营运资金，具体项目如下：

表 6：公司募集资金项目情况

序号	项目名称	预计投资总额 (万元)	建设周期
1	肿瘤微创综合治疗设备技术改造项目	3,000.00	1 年
2	医用气体设备建设项目	4,854.00	1 年
3	医用影像设备建设项目	5,770.00	1 年
4	工程技术中心建设项目	3,799.00	1.5 年
5	营销网络建设项目	3,172.00	1 年
6	其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-
	合计	20,595.00	

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

募投项目将增加公司生产能力、增加公司业务范畴，尤其是有力地推动了医用影像设备业务的发展，预计此领域在 2011 年就将有重大发展。

公司募投项目工期都较短，预计很快将提高公司盈利水平，使公司更好地完成其发展目标及战略。

7 风险提示

技术研发风险

公司研发费用占收入的比例较大，预计将保持后续产品线的提供。但研发具有一定的不确定因素，如果新产品未能及时推出，可能影响公司市场销售，不利于充分利用公司为直销网络建设而先期投入的费用。

产品责任风险

公司产品作为用于治疗疾病的医疗器械，在客观上存在一定的风险，患者因此提出产品责任索赔，或因此发生法律诉讼、仲裁，可能对本公司的业务、经营、财务状况及声誉造成不利影响。

控股股东和实际控制人控制风险

本次股票发行前，控股股东、实际控制人蔡孟珂和郝镇熙夫妇分别持有本公司 29.86%、28.26% 的股份，合计持有本公司 58.12% 的股份，可能存在通过行使在股东大会的表决权，对公司发展战略、经营决策、人事安排、利润分配、关联交易和对外投资等重大事项施加控制或重大影响的可能性，从而有可能影响甚至损害公司及公众股东的利益。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	249	957	941	1099	营业收入	334	527	671	861
现金	93	685	597	659	营业成本	158	269	336	426
应收账款	84	144	183	235	营业税金及附加	4	6	7	9
其它应收款	12	24	30	39	营业费用	80	111	134	164
预付账款	11	22	27	34	管理费用	42	58	82	103
存货	40	72	90	114	财务费用	3	-9	-17	-16
其他	9	11	13	17	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	74	82	229	236	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	49	67	214	222	营业利润	46	92	126	174
无形资产	9	9	9	9	营业外收入	11	5	5	5
其他	15	6	6	5	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	322	1039	1170	1334	利润总额	57	96	131	179
流动负债	118	156	179	209	所得税	10	17	23	31
短期借款	42	40	40	40	净利润	47	79	108	148
应付账款	13	27	34	43	少数股东损益	2	0	0	0
其他	63	89	105	126	归属于母公司净利润	45	79	108	148
非流动负债	26	25	25	25	EBITDA	49	86	117	170
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.34	0.60	0.81	1.11
其他	26	25	25	25					
负债合计	144	181	204	234	主要财务比率				
少数股东权益	4	4	4	4	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	100	133	133	133	成长能力				
资本公积	12	579	579	579	营业收入	37.1%	57.9%	27.3%	28.3%
留存收益	62	141	249	383	营业利润	217.1%	97.8%	37.8%	38.0%
归属母公司股东权益合计	174	854	962	1096	归属于母公司净利润	166.6%	75.4%	36.1%	36.7%
负债和股东权益	322	1039	1170	1334	获利能力				
					毛利率	52.7%	48.9%	49.8%	50.5%
现金流量表					净利率	43.3%	13.6%	15.1%	16.1%
单位:百万元					ROE	26.0%	9.3%	11.2%	13.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	35.2%	35.7%	25.6%	31.6%
经营活动现金流	48	4	49	78	偿债能力				
净利润	47	79	108	148	资产负债率	44.6%	17.4%	17.4%	17.5%
折旧摊销	0	3	7	12	净负债比率				
财务费用	3	-9	-17	-16	流动比率	2.12	6.13	5.26	5.26
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.76	5.65	4.74	4.69
营运资金变动	0	-84	-55	-72	营运能力				
其它	-2	15	5	7	总资产周转率	1.13	0.77	0.61	0.69
投资活动现金流	-15	-19	-154	-19	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	15	19	154	19	应付账款周转率	10.49	13.48	11.11	11.17
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	0	0	0	每股收益	0.34	0.60	0.81	1.11
筹资活动现金流	3	607	17	3	每股经营现金流	0.36	0.03	0.37	0.58
短期借款	3	-2	0	0	每股净资产	1.31	6.40	7.21	8.22
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	33	0	0	P/E				
资本公积增加	0	567	0	0	P/B				
其他	1	9	17	3	EV/EBITDA				
现金净增加额	37	592	-88	62					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn