

## 博雅生物 (300294. ) 生物技术行业

## 新股研究

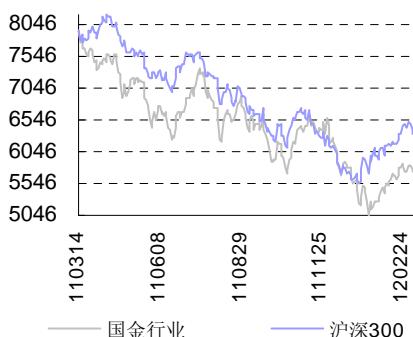
上市定价 (人民币): 24.61-28.62 元

致力于血液制品，蓄势待发；

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

发行价(元)	25.00
发行 A 股数量(百万股)	19.02
总股本(百万股)	75.80
国金生物技术指数	5876.81
沪深 300 指数	2664.30



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.880	1.149	1.067	1.340	1.687
每股净资产(元)	3.48	4.63	10.68	11.60	13.16
每股经营性现金流(元)	0.44	1.44	1.58	1.44	1.61
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	91.72	69.28	69.28	69.28	69.28
净利润增长率(%)	59.03%	30.62%	24.03%	25.55%	25.86%
净资产收益率(%)	25.29%	24.83%	10.00%	11.55%	12.82%
总股本(百万股)	56.78	56.78	75.80	75.80	75.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 基本结论、价值评估与投资建议

- **专注血液制品，受益行业高景气度。** 血液制品隶属资源稀缺性行业，预计未来三年供不应求现状难以缓解，“十二五”倍增计划等促使近年出现政策性红利机率增大，包括放开新浆站的审批、提高采浆频率、医保或者基药目录增补等，任何一个政策的松动都可能带来行业性的巨大机会。行业已进入整合通道，包括博雅生物在内的优势企业可能从中受益。
- **隶属行业第二梯队，浆源拓展能力尚可，产品提升空间大。** 公司是江西省唯一一家血液制品企业，具备区域垄断优势，目前拥有 5 个单采血浆站（其中 1 个在建），到 2013 年预计将拥有 7-9 个浆站。公司投入生产的品种仅白蛋白、静丙和纤维蛋白原三种，高附加值乙免和狂免的生产和销售正逐步推进。2008-2011 年，公司营业收入和净利润年复合增速分别为 29.70% 和 82.62%。
- **募集资金用于拓展血浆资源和提升产品线。** 本次募集资金主要用于新建和改造四川岳池等浆站，同时推进乙肝人免疫球蛋白等特异性免疫球蛋白的产业化，预计岳池浆站在完工后第六年达到采浆量 45 吨，乙肝人免疫球蛋白项目设计年产能 98 万瓶。
- **盈利预测：** 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.07, 1.34, 1.69 元，三年复合增长率为 25.7%。
- **估值建议：** 公司专注于血液制品行业，具备一定的浆源拓展能力和产品提升空间，考虑到血液制品行业可能的政策红利以及公司的业绩成长性，我们认为公司的合理价值区间为 24.61-28.62 元，相当于 2012 年 23-27 倍的市盈率。
- **风险提示：** 浆站建设低于预期，产品投放市场低于预期。

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

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

## 隶属行业第二梯队，成长潜力大

- 血液制品公司的成长性主要取决于浆源拓展和新产品投产。博雅生物隶属行业第二梯队，浆源拓展具有区域垄断优势，乙免和狂免的投产在稳步推进，近三年成长性可预期。

图表1：隶属行业第二梯队，成长潜力大

公司	预计投浆量 (2011年)	浆站数	浆站分布	产品数	产品分布	毛利率 (2010年)
华兰生物	410吨	13	贵州1个,河南1个,广西4个 重庆7个(1个在建)	10	特异性免疫球蛋白类3个,凝血因子类5个 白蛋白,静丙	69.7%
天坛生物	320吨	15	山东1个,山西3个,四川11个	5	特异性免疫球蛋白类3个 白蛋白,静丙	58.2%
上海莱士	300吨	12	湖南1个,陕西1个,安徽1个 海南3个,广西6个	7	特异性免疫球蛋白5个 白蛋白,静丙	62.9%
博雅生物	135吨	5	江西4个,四川1个(在建)	5	特异性免疫球蛋白2个(未投产),凝血因子类1个 白蛋白,静丙	70.6%

来源：国金证券研究所

- 血液制品公司规模效应明显，利润水平主要由投浆量及产品数量决定。博雅生物投浆量及产品数目不多，但毛利率较高的原因推测有以下两点：(1)公司2010年及2011年吨浆成本相对较低；(2)目前公司生产静注人免疫球蛋白和纤维蛋白原，较其他企业有更高的收得率。

## 浆源拓展具备区域垄断优势

- 公司具备区域垄断优势，在省内继续拓展浆源潜力大。公司是江西省唯一一家血液制品企业，目前在省内已拥有4个血浆站，据估测还有1家浆站在审批中。
- 公司目前浆站资源较少，未来发展空间较大。目前拥有5个单采血浆站(其中1个在建)，到2013年预计将拥有7-9个浆站。国家对新设浆站设立了严格的准入标准，行业内仅有部分企业具有新设浆站资质，公司是具备新设浆站资格的少数公司之一。
- 公司新设的四川岳池浆站具备良好的采浆潜力。四川人口密度大，为我国三大原料血浆供应地之一。同时，四川本地的血液制品生产企业四川蜀阳和成都蓉生拥有20多家血浆站，长期宣传使得当地民众具有良好的献浆意识。四川采浆环境优越，当地浆站的平均采浆量高于全国平均采浆量水平。

图表2：岳池浆站采浆环境优越

浆站名称	覆盖人口总数 (万人)	覆盖区域面积 (平方千米)	人口密度 (人/平方千米)
崇仁公司	117.88	6585	179
南城公司	159.76	8370	191
金溪公司	83.01	3871	214
南康公司	307.43	12839	239
<b>岳池公司</b>	<b>119.89</b>	<b>1457</b>	<b>823</b>

来源：招股说明书,国金证券研究所

## 产品线提升空间大，后续品种丰富

- **产品线提升空间大。**公司投入生产的品种仅有白蛋白、静丙和纤维蛋白原三种，后续提升空间较大。目前，高附加值的乙肝人免疫球蛋白和狂犬病人免疫球蛋白的生产和销售正在逐步推进，未来将逐步推进高附加值的人凝血因子VIII、人纤维蛋白胶以及手足口病人免疫球蛋白等新产品的开发。

图表 3：公司产品线提升空间大

分类	名称	中国生物	华兰生物	天坛生物	上海莱士	四川蜀阳	发行人
人血白蛋白	人血白蛋白	●	●	●	●	●	●
人免疫球蛋白	人免疫球蛋白（冻干，静注）	●	●	●		●	●
	破伤风人免疫球蛋白	●	●	●		●	
	乙肝人免疫球蛋白	●	●	●		●	预计2012年投产
	静注乙肝人免疫球蛋白					●	
	狂犬病人免疫球蛋白	●	●			●	预计2013年投产
	组织胺人免疫球蛋白			●		●	
人凝血因子类	人凝血因子VIII		●		●		
	人凝血酶原复合物		●		●		
	外科用冻干人纤维蛋白胶		●				
	外用冻干人纤维蛋白粘合剂				●		
	外用冻干人凝血酶		●		●		
	人纤维蛋白原		●		●		●

来源：招股说明书,国金证券研究所

- **乙免等特异性免疫球蛋白投产将显著提高公司盈利水平。**乙免为公司重量级的潜力品种，我国作为乙肝大国，乙免需求巨大，但由于乙免需要从经过乙肝疫苗免疫接种的献浆员血浆中提取，因此制备困难，供需缺口非常大，价格高企。乙免需求中很大一部分用于母婴乙肝阻断，每年仅需要进行阻断的 200 万新生儿便需要 300 万瓶乙免，而我国 2009 年仅批签发 87 万瓶。

图表 4：我国主要乙免生产企业的批签发情况

公司名称	2009年度 (万瓶)	2008年度 (万瓶)
中国生物制品有限公司	32.27	38.85
成都蓉生药业有限责任公司	29.48	29.8
四川远大蜀阳药业股份有限公司	17.73	35.17
上海生物制品研究所	7.86	7.17
合 计	87.35	110.98

来源：招股说明书,国金证券研究所

- **公司研发储备项目丰富，正在进行的研究开发项目有 11 个，主要为凝血因子类产品和特异性免疫球蛋白的开发。**

**图表 5: 公司产品线提升空间大**

项目名称	目前进展情况
人凝血因子Ⅷ研发	正在进行工艺放大
人凝血酶原复合物研发	注册申报过程中
纤维蛋白胶研发	正在进行工艺研究
重组人凝血因子Ⅷ研发	工艺研究准备
破伤风人免疫球蛋白研发	进行免疫程序研究
手足口病人免疫球蛋白研发	正在进行工艺研究
静注乙肝人免疫球蛋白研发	对供血浆者进行加强免疫
高浓度（10%）静注人免疫球蛋白研发	正在进行工艺研究
脂联素研发	工艺研究准备
高密度脂蛋白研发	正在进行工艺研究
层析技术在血液制品生产中的应用研究	正在进行技术研究

来源：招股说明书,国金证券研究所

■ **公司不断加大研发投入，研发费用占营业收入比例总体呈上升趋势。**

**图表 6: 公司的研发投入情况**

项目	2010年	2009年	2008年
研发费用（万元）	908.27	681.45	339.27
销售收入（万元）	14182.35	11972.34	9016.83
占销售收入之比	6.40%	5.69%	3.76%

来源：招股说明书,国金证券研究所

### 专注血液制品，受益行业高景气度

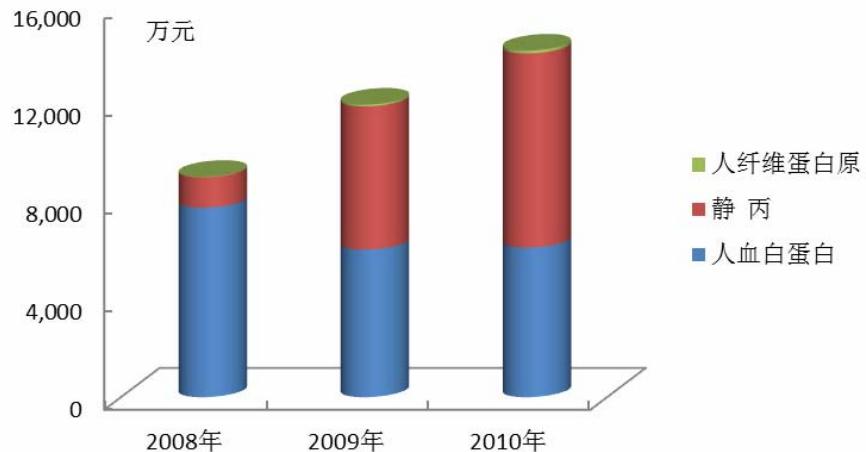
■ 血液制品隶属资源稀缺性行业，预计未来三年供不应求现状难以缓解，“十二五”倍增计划等促使近年出现政策性红利机率增大，包括放开新浆站的审批、提高采浆频率、医保或者基药目录增补等，任何一个政策的松动都可能带来行业性的巨大机会。行业已进入整合通道，包括博雅生物在内的优势企业可能从中受益。

### 致力血液制品，产品线工艺先进

■ 公司致力于血液制品的研发、生产和销售，是目前国内少数可以从血浆中分离提取白蛋白、免疫球蛋白类、凝血因子等三大类产品的血液制品生产企业之一。目前主要产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（静丙）和纤维蛋白原 3 大类 7 个品种的产品。

■ 2008-2011 年，公司营业收入和净利润年复合增速分别为 29.70% 和 82.62%。2008-2010 年，毛利率更高的静注人免疫球蛋白的销售收入占比不断提升，纤维蛋白原的销售收入增长较快，公司的销售结构不断优化。

图表 7: 2008-2010 年公司主要产品销售收入情况



来源：招股说明书,国金证券研究所

图表 8: 2008-2010 年公司主要产品的产销情况 (2009 年厂房搬迁影响产能)

年度	投浆量 (吨)	产品	产能 (万瓶)	产量 (万瓶)	销量 (万瓶)	产能利用率	产销率
2010 年	135.11	人血白蛋白	126	25.19	19.15	19.99%	76.02%
		静丙	99	20.63	18.84	20.84%	91.32%
		纤维蛋白原	-	1.11	1.08	-	97.30%
2009 年	28.69	人血白蛋白	49	12.33	18.82	25.16%	152.64%
		静丙	36	12.91	22.43	35.86%	173.74%
		纤维蛋白原	-	1.43	0.73	-	51.05%
2008 年	50.26	人血白蛋白	49	22.06	24.67	45.02%	109.02%
		静丙	36	11.64	5.87	32.33%	50.43%
		纤维蛋白原	-	0.67	0.18	-	26.86%

来源：招股说明书,国金证券研究所

- 产品线工艺先进，主要产品的收得率均处于行业领先水平。目前公司每吨血浆可生产静注人免疫球蛋白 2000 瓶左右，处于行业领先水平；同时，公司采用自有专利方法制备纤维蛋白原，每吨血浆可生产静注纤维蛋白原 1000 瓶左右，较其他企业有更高的收得率。

图表 9: 公司的技术情况

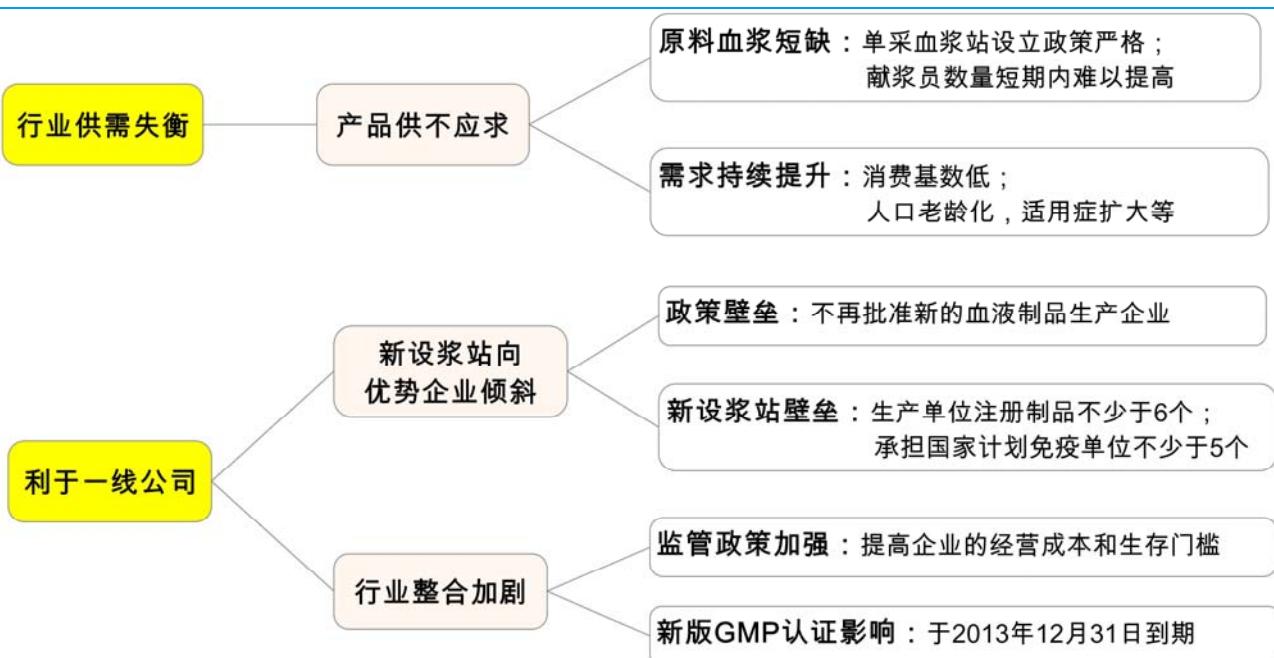
已授权专利	人纤维蛋白原制剂的制备方法
正申请的专利	一种人凝血酶原复合物的制备工艺
	一种人凝血因子Ⅷ的制备工艺
	一种静注人免疫球蛋白的制备工艺
非专利核心技术	人血白蛋白制备方法
	静注人免疫球蛋白制备方法
	乙肝人免疫球蛋白制备方法
	人凝血酶原复合物制备方法

来源：招股说明书,国金证券研究所

### 行业高景气度，利于优势企业

- 血液制品隶属资源稀缺性行业，预计未来三年供不应求现状难以缓解，“十二五”倍增计划等促使近年出现政策性红利几率增大。行业已进入整合通道，包括博雅生物在内的优势企业可能从中受益。

图表 10: 血液制品行业高景气度，利于优势企业



来源：国金证券研究所

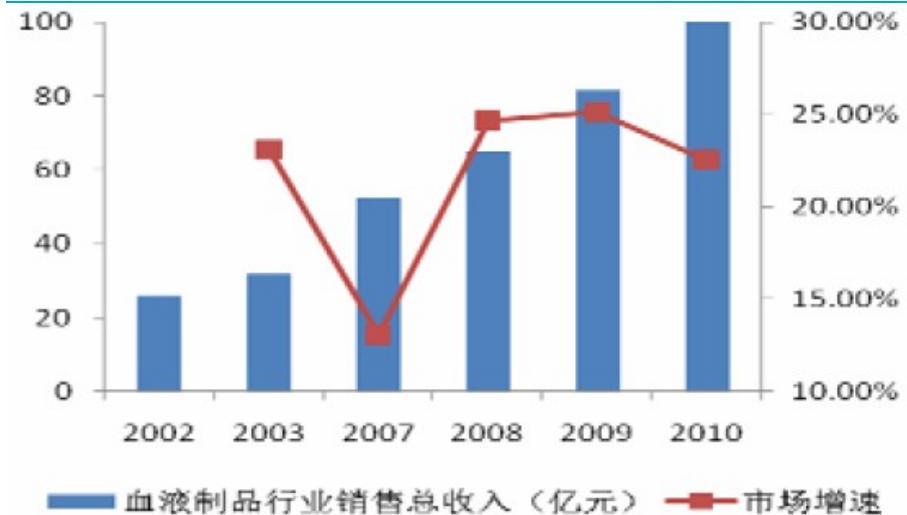
图表 11: 血液制品供需失衡

产品	主要应用领域	供需关系
白蛋白	肿瘤、肝病	一度严重紧缺，被称为“黄金救命药”
免疫球蛋白	免疫性疾病的治疗 传染性疾病的被动免疫和治疗	种类逐渐增多，各品种供不应求
凝血因子	止血	仅部分企业能提取凝血因子类产品

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 我国血液制品需求持续增长，远低于国外发达国家的消费水平，预示着未来的巨大增长潜力。

图表 12：血液制品行业保持较高增速



来源：招股说明书,国金证券研究所

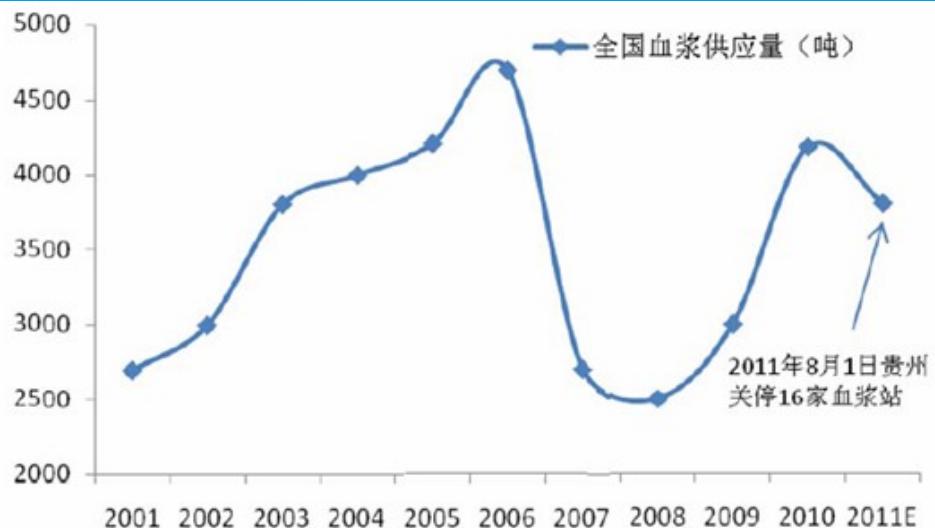
图表 13：我国血液制品消费水平远低于发达国家

人均用量(g/年)	欧美日发达国家	我国
人血白蛋白	0.2-0.5%	0.07(城镇0.2,农村0.005)
静丙	0.03-0.13	0.003

来源：招股说明书,国金证券研究所

- 从投浆量角度看，血液制品行业至少在未来的三年都将处于严重供求失衡中。2010年国内投浆量大约3600吨，2011年贵州15家学浆站关停导致行业投浆量减少约20%，而保守测算投浆量需要近7000吨才能基本实现国内供需平衡。

图表 14：行业投浆量进入低谷



来源：卫生部,国金证券研究所

- 血液制品价格近年来总体保持上升趋势，人血白蛋白已比较接近于国家最高限价，人纤维蛋白原价格略有上升，静注人免疫球蛋白价格大幅提升。

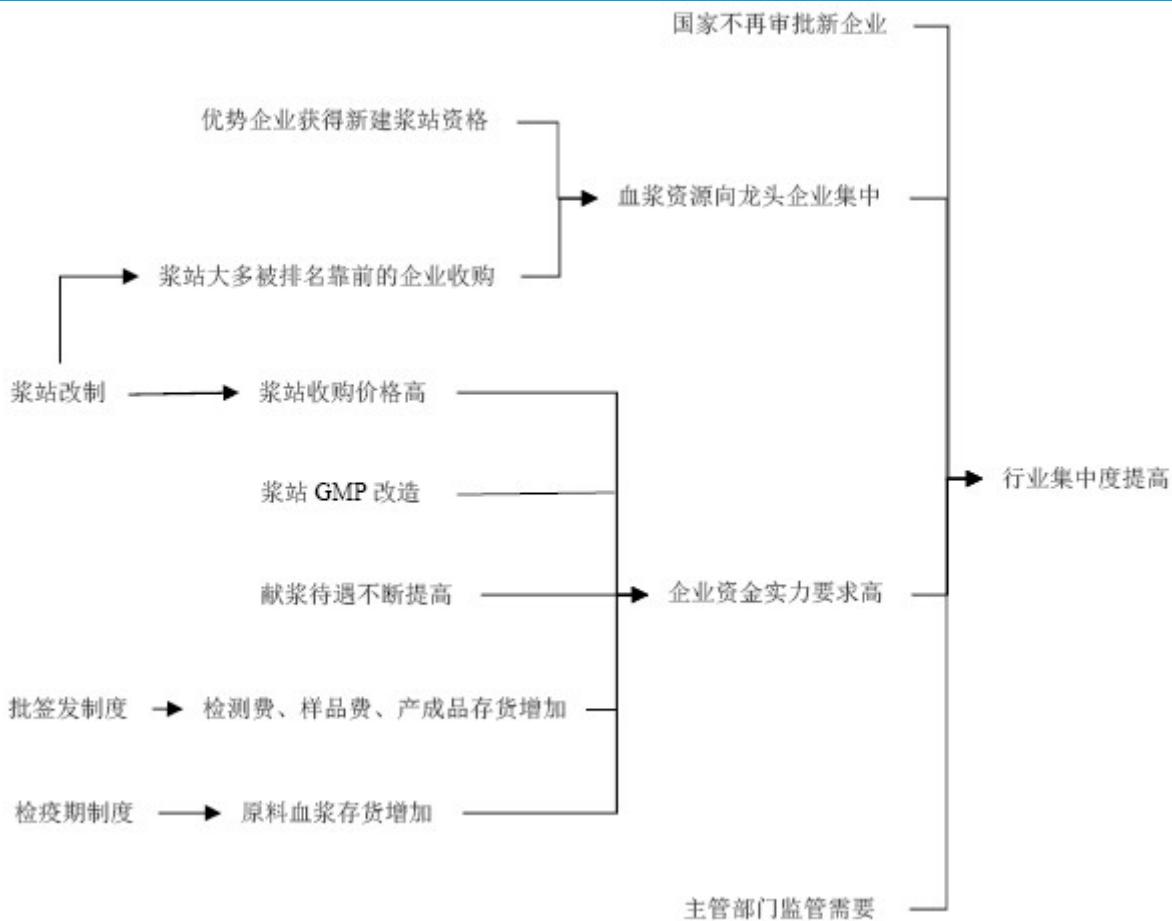
图表 15：2008-2010 年公司产品价格走势



来源：招股说明书,国金证券研究所

- 行业集中度有望进一步提高，利于一线公司。由于血液制品的特殊性，其对原料采集、生产、流通各环节的技术要求都不断提高，监管也日益严格，促使行业优胜劣汰和强强联合。中国生物、华兰生物、天坛生物、上海莱士和博雅生物等一线企业，其市场占有率在不断扩大。

图表 16: 行业集中度提高

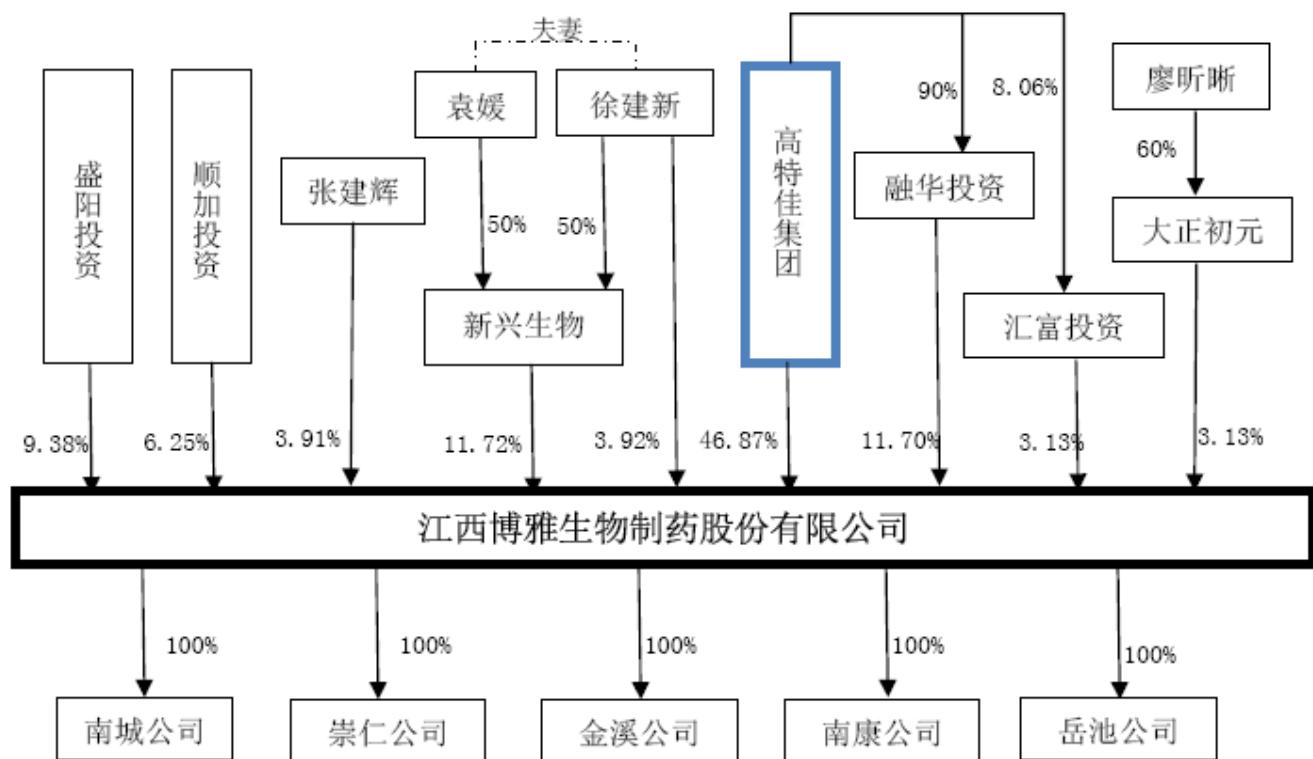


来源：招股说明书,国金证券研究所

### 公司股权结构

- 公司无实际控制人。高特佳集团为公司的控股股东，其通过直接和间接方式持有发行后公司 43.88%的股权。由于高特佳集团股权较为分散，无控股股东和实际控制人，因此公司无实际控制人。
- 控股股东高特佳集团承诺持有的上市公司股份自锁五年。高特佳集团承诺，自公司股票上市之日起六十个月内，不转让或者委托他人管理本公司直接持有的公司公开发行股票前已发行的股份，也不由博雅生物回购其直接持有的公司公开发行股票前已发行的股份。

图表 17: 公司发行前的股权结构



来源：招股说明书,国金证券研究所

图表 18: 公司发行前后股本结构变化

股东名称	发行前持股数 (万股)	持股比例	发行后持股数 (万股)	持股比例
深圳市高特佳投资集团有限公司	2661.55	46.87%	2661.55	35.11%
江西新兴生物科技发展有限公司	665.39	11.72%	665.39	8.79%
深圳市融华投资有限公司	664.59	11.70%	664.59	8.77%
厦门盛阳投资合伙企业	532.31	9.38%	532.31	7.02%
厦门顺加投资合伙企业	354.87	6.25%	354.87	4.68%
徐建新	222.59	3.92%	222.59	2.94%
张建辉	221.8	3.91%	221.8	2.93%
南昌市大正初元投资有限公司	177.44	3.13%	177.44	2.34%
深圳市高特佳汇富投资合伙企业	177.44	3.13%	177.44	2.34%
社会公众股			1902.03	25.09%
合计	5677.97	100.00%	7580	100.00%

来源：招股说明书,国金证券研究所

## 募集资金用途

- 募集资金用于拓展血浆资源和提升产品线。本次募集资金主要用于新建和改造四川岳池等浆站，同时推进乙肝人免疫球蛋白等特异性免疫球蛋白的产业化，预计岳池浆站在完工后第六年达到采浆量 45 吨，乙肝人免疫球蛋白项目设计年产能 98 万瓶。

图表 19：募投项目

序号	项目名称	投资额(万元)	预计建设期
1	单采血浆站新建及改造项目	3610.27	1年
2	乙免等特异性免疫球蛋白产业化项目	8750.79	1年
3	血液制品研发中心及中试车间改建项目	3753.63	1.5年
4	其他与主营业务相关的营运资金	-	-

来源：招股说明书,国金证券研究所

## 盈利预测

- 我们的盈利预测建立在以下假设基础上：
  - 血液制品价格基本保持稳定，血浆成本不断增加，产品毛利率逐步下降。
  - 2012 年正式生产销售乙肝人免疫球蛋白。
  - 岳池浆站将于 2012 年投入使用，灌云浆站将于 2013 年投入使用。

图表 20：主要产品预测

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
投浆量	50	28	135	115	140	175
白蛋白	销量(万件)	18.8	19.2	32.4	26.0	35.0
	价格	320.9	319.7	290.9	301.0	300.0
	毛利率	64.1%	62.3%	58.4%	53.0%	55.0%
静丙	销量(万件)	22.4	18.8	22.0	23.2	208.0
	价格	261.3	421.8	433.1	443.0	440.0
	毛利率	71.9%	77.0%	69.2%	61.0%	60.0%
纤维蛋白原	销量(万件)	0.7	1.1	4.6	20.0	17.4
	价格	98.7	108.5	150.9	170.0	170.0
	毛利率	94.7%	73.1%	70.3%	66.0%	60.0%
乙免	销量(万件)				14.5	30.5
	价格				188.7	170.0
	毛利率				70.0%	68.0%

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 结合以上假设，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.07, 1.34, 1.69 元，三年复合增长率为 25.7%。
- 我们选取相关血液制品公司上海莱士、天坛生物和华兰生物，以其估值水平对公司进行相对估值预测，3 家公司的 2012 年的平均动态市盈率为 27.60 倍。

**图表 21: 血液制品公司相对估值水平**

参照公司	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2011PE	2012PE	2013PE	PEG
上海莱士	0.76	0.90	1.10	31.67	28.15	23.05	1.27
天坛生物	0.50	0.56	0.67	31.87	28.65	23.78	1.40
华兰生物	0.77	0.98	1.13	32.44	26.00	22.44	1.64
平均值				31.99	27.60	23.09	1.44

来源: wind,国金证券研究所

- 我们选取近一年上市的生物医药公司作为可比参照进行估值分析, 6 家公司的 2012 年的平均动态市盈率为 29.34 倍。

**图表 22: 近一年上市公司相对估值水平**

参照公司	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2011PE	2012PE	2013PE	PEG
舒泰神	1.40	2.04	2.68	46.07	35.05	26.67	1.12
瀚宇药业	0.80	1.16	1.60	47.45	29.57	21.42	0.78
迪安诊断	0.85	1.17	1.57	51.93	35.52	26.41	1.03
仟源制药	0.39	0.49	0.58	28.09	25.66	21.39	1.28
海思科	0.77	0.95	1.17	23.15	20.39	16.61	0.90
利德曼	0.46	0.60	0.76	38.90	29.84	23.46	1.10
平均值				39.27	29.34	22.66	1.04

来源: wind,国金证券研究所

- 考虑到公司具备一定的浆源拓展能力和产品提升空间, 以及血液制品行业可能的政策红利, 我们认为公司的合理价值区间为 24.61 – 28.62 元, 相当于 2012 年 23 – 27 倍的市盈率。

## 风险分析

- 浆站建设低于预期
- 产品投放市场低于预期

## 附录：三张报表预测摘要

## 损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>120</b>	<b>142</b>	<b>197</b>	<b>242</b>	<b>278</b>	<b>356</b>
增长率	18.5%	38.7%	23.3%	14.6%	27.9%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-38</b>	<b>-42</b>	<b>-71</b>	<b>-99</b>	<b>-114</b>	<b>-151</b>
%销售收入	31.9%	29.4%	35.9%	40.7%	40.9%	42.4%
<b>毛利</b>	<b>82</b>	<b>100</b>	<b>126</b>	<b>144</b>	<b>164</b>	<b>205</b>
%销售收入	68.1%	70.6%	64.1%	59.3%	59.1%	57.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>营业费用</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>
%销售收入	3.7%	4.0%	3.3%	2.8%	2.6%	2.5%
<b>管理费用</b>	<b>-31</b>	<b>-35</b>	<b>-43</b>	<b>-44</b>	<b>-44</b>	<b>-53</b>
%销售收入	25.6%	24.7%	22.0%	18.0%	16.0%	15.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>46</b>	<b>58</b>	<b>75</b>	<b>92</b>	<b>110</b>	<b>140</b>
%销售收入	38.1%	41.1%	37.9%	37.8%	39.7%	39.4%
<b>财务费用</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
%销售收入	2.3%	3.6%	1.6%	-1.5%	-3.3%	-2.9%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>42</b>	<b>54</b>	<b>72</b>	<b>95</b>	<b>120</b>	<b>150</b>
<b>营业利润率</b>	<b>35.5%</b>	<b>37.8%</b>	<b>36.4%</b>	<b>39.3%</b>	<b>43.0%</b>	<b>42.3%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>43</b>	<b>59</b>	<b>77</b>	<b>95</b>	<b>120</b>	<b>150</b>
<b>利润率</b>	<b>35.6%</b>	<b>41.8%</b>	<b>39.1%</b>	<b>39.3%</b>	<b>43.0%</b>	<b>42.3%</b>
<b>所得税</b>	<b>-11</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>
<b>所得税率</b>	<b>26.2%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>31</b>	<b>50</b>	<b>65</b>	<b>81</b>	<b>102</b>	<b>128</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>31</b>	<b>50</b>	<b>65</b>	<b>81</b>	<b>102</b>	<b>128</b>
<b>净利率</b>	<b>26.2%</b>	<b>35.2%</b>	<b>33.2%</b>	<b>33.4%</b>	<b>36.5%</b>	<b>36.0%</b>

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>32</b>	<b>50</b>	<b>65</b>	<b>81</b>	<b>102</b>	<b>128</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	17	16	20	11	11
非经营收益	4	7	4	2	3	3
营运资金变动	9	-49	-4	17	-6	-20
<b>经营活动现金净流</b>	<b>52</b>	<b>25</b>	<b>82</b>	<b>120</b>	<b>109</b>	<b>122</b>
资本开支	-55	-37	-18	-128	-47	-2
投资	6	0	0	-1	0	0
其他	-18	24	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-68</b>	<b>-12</b>	<b>-18</b>	<b>-129</b>	<b>-47</b>	<b>-2</b>
股权募资	70	0	0	476	-21	0
债权募资	54	-30	-27	-5	0	1
其他	-11	-30	-6	-3	-13	-13
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>113</b>	<b>-60</b>	<b>-32</b>	<b>468</b>	<b>-34</b>	<b>-12</b>
<b>现金净流量</b>	<b>97</b>	<b>-47</b>	<b>31</b>	<b>459</b>	<b>28</b>	<b>109</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>94</b>	<b>47</b>	<b>78</b>	<b>557</b>	<b>585</b>	<b>694</b>
<b>应收账款</b>	<b>31</b>	<b>15</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>19</b>
<b>存货</b>	<b>48</b>	<b>79</b>	<b>85</b>	<b>81</b>	<b>92</b>	<b>114</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>30</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>11</b>
<b>流动资产</b>	<b>203</b>	<b>142</b>	<b>179</b>	<b>659</b>	<b>700</b>	<b>837</b>
%总资产	64.2%	48.1%	54.1%	73.3%	71.7%	75.8%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>100</b>	<b>140</b>	<b>139</b>	<b>225</b>	<b>262</b>	<b>253</b>
%总资产	31.6%	47.5%	41.9%	25.0%	26.8%	22.9%
<b>无形资产</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>12</b>
<b>非流动资产</b>	<b>113</b>	<b>153</b>	<b>152</b>	<b>241</b>	<b>277</b>	<b>267</b>
%总资产	35.8%	51.9%	45.9%	26.7%	28.3%	24.2%
<b>资产总计</b>	<b>316</b>	<b>295</b>	<b>331</b>	<b>900</b>	<b>976</b>	<b>1,104</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>27</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>35</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>40</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>26</b>
<b>流动负债</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>24</b>	<b>50</b>	<b>57</b>	<b>66</b>
<b>长期贷款</b>	<b>97</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>41</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>152</b>	<b>98</b>	<b>68</b>	<b>90</b>	<b>97</b>	<b>107</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>164</b>	<b>197</b>	<b>263</b>	<b>809</b>	<b>879</b>	<b>997</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>316</b>	<b>295</b>	<b>331</b>	<b>900</b>	<b>976</b>	<b>1,104</b>

## 比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.553	0.880	1.149	1.067	1.340	1.687
每股净资产	2.897	3.477	4.626	10.676	11.603	13.159
每股经营现金净流	0.914	0.436	1.436	1.584	1.436	1.614
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	19.09%	25.29%	24.83%	10.00%	11.55%	12.82%
总资产收益率	9.92%	16.92%	19.70%	8.99%	10.41%	11.58%
投入资本收益率	12.74%	18.62%	20.94%	9.17%	10.21%	11.46%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	32.78%	18.46%	38.71%	23.26%	14.62%	27.94%
EBIT增长率	20.74%	27.88%	28.01%	22.79%	20.53%	26.73%
净利润增长率	199.47%	59.03%	30.62%	24.03%	25.55%	25.86%
总资产增长率	119.37%	-6.70%	12.17%	171.69%	8.50%	13.13%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	20.9	25.6	11.9	9.2	9.5	8.9
存货周转天数	492.4	557.9	425.4	299.2	294.7	275.4
应付账款周转天数	145.1	123.0	46.0	38.2	45.0	43.0
固定资产周转天数	81.3	359.3	233.8	194.3	178.1	129.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	3.37%	9.88%	-14.54%	-63.95%	-62.00%	-65.46%
EBIT利息保障倍数	16.8	11.5	23.8	-25.5	-12.2	-13.4
资产负债率	48.02%	33.12%	20.68%	10.06%	9.90%	9.68%

**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, 过往年份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形式制作任何形式的拷贝，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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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唯一因素。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。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
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：010-6621 6979  
传真：010-6621 5599-8803  
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：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B