

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



千山药机 (300216.SZ)

将受益于药厂 GMP 认证

投资要点

● 公司是国内主要的注射剂生产设备供应商。公司是我国主要的注射剂生产设备供应商，产品主要出售给各大药厂用于生产各类临床用的大输液瓶和小水针。国内前十大大输液生产企业有8家是公司客户，公司大输液注射剂生产设备国内市场占有率居国内前列。公司历年研发投入占收入的5%左右，已获发明专利26项，持续的技术创新不断丰富公司产品线，推动了国内制药设备的进口替代。

● 新版 GMP 认证拉动公司近两年需求大幅增长。新版 GMP 认证要求无菌制剂生产企业（包含了注射剂）必须通过新版 GMP 认证，公司大输液、小水针都属于无菌类。我们估计国内目前共有大输液生产线400条左右，小水针生线1500条左右，全部更新需投资25亿元左右，这将在2012年-2014年的3年间形成年均8亿元左右的更新需求。公司作为国内注射剂生产设备的龙头供应商，已经分享到药厂设备更新带来的需求增长。

● 新业务将护航 GMP 认证后的持续增长。目前国内小水针注射剂仍以玻璃安瓿瓶为主，而发达国家更安全的塑料安瓿瓶已占到70%以上，公司已开发出替代进口的塑料安瓿瓶生产设备并实现销售。公司2011年推出的用于各类注射剂产品自动检测的智能灯检机当年已实现销售18台。公司正在实施的无菌采血管和采血针项目预计2013年10月投产，全部达产后可年增产值3.2亿元左右。这些业务将保障 GMP 认证结束后公司的持续增长。

● 评级与估值。结合相对估值法和绝对估值法，我们认为公司未来12个月的合理估值区间为13.3元-14.0元，建议买入。风险在于药厂 GMP 认证导致年度间需求不均衡，公司新产品智能灯检机、塑料安瓿生产线和采血设备等销售情况不及预期。

医药生物

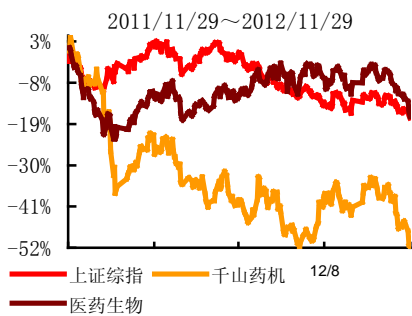
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	未评级
目标价格：	

市场数据

市价(元)	9.21
上市的流通 A 股(亿股)	0.59
总股本(亿股)	1.34
52 周股价最高最低(元)	8.99-19.52
上证指数/深证成指	1976.67/7886.74
2011 年股息率	1.67%

52 周相对市场表现



相关研究

《注射剂领域专用设备供应商》
2011-04-27

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	263.71	343	480	624
增长率(%)	24.98	30	40	30
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	51.55	67	94	123
增长率(%)	13.97	30.56	40.03	30.57
毛利率(%)	53.46	52.0	52.0	52.0
净资产收益率(%)	7.49	8.90	11.35	13.17
EPS(元)	0.86	0.50	0.70	0.92
P/E(倍)	23.94	18	13	10
P/B(倍)	1.85	1.6	1.5	1.3

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、公司是国内主要的注射剂生产设备供应商.....	3
二、注射剂包装材料由玻瓶向塑瓶升级的趋势明显.....	3
1、公司产品主要用于生产各类注射剂.....	4
2、我国注射剂行业按包装形式的分类.....	5
3、我国大输液产量已能满足需求.....	6
4、玻瓶大输液占比大幅下滑	7
5、大输液市场集中度上升	7
6、大输液生产设备投资情况	7
7、小针剂仍以玻瓶为主	8
三、公司是注射剂生产设备龙头公司.....	8
四、公司增长驱动因素	8
1、新版 GMP 认证推动药厂设备更新.....	8
2、注射剂产品升级换代带来的需求.....	9
3、下游市场集中度提高带来的需求.....	9
4、技术创新带来的新产品增长.....	9
五、公司盈利预测	10
1、公司分部收入预测	10
2、公司盈利预测	10
六、公司估值与投资评级	11
七、公司风险因素	11

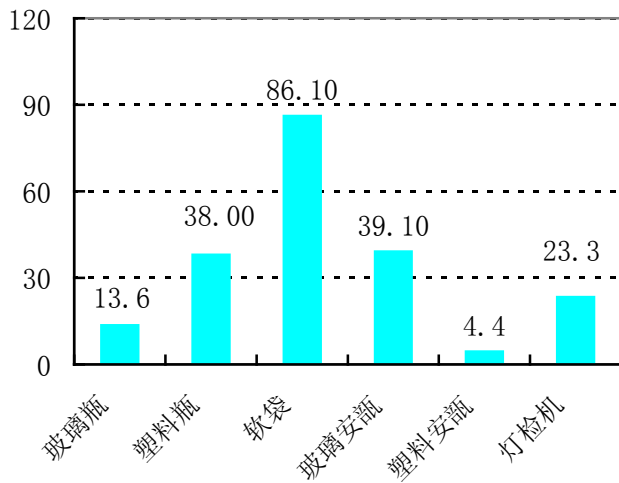
图表目录

图 1：2011 年公司收入构成（百万元）.....	3
图 2：2011 年公司主要业务毛利率（%）.....	3
图 3：2008 年—2011 年公司收入（百万元）.....	3
图 4：2008 年—2011 年公司净利（百万元）.....	3
图 5：公司产品与下游行业的关系.....	5
图 6：我国历年大输液产量（亿瓶/袋）.....	6
图 7：我国历年大输液产品结构变化（%）.....	7
图 8：我国历年大输液市场集中度 CR10（%）.....	7
表 1：公司主要产品情况	4
表 2：50ml 以上的大输液包装形式及特征	5
表 3：20ml 以下的小针剂包装形式及特征	6
表 4：大输液产品固定资产投资情况.....	7
表 5：公司分部业务预测	10
表 6：公司盈利预测表	10
表 7：公司自由现金流预测	11
附录：财务预测表	12

一、公司是国内主要的注射剂生产设备供应商

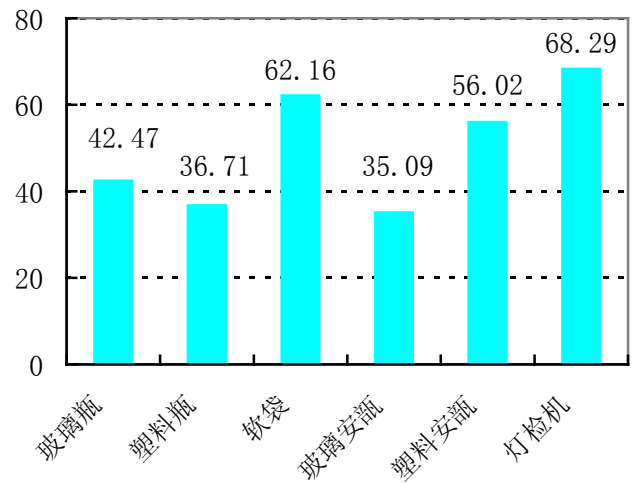
公司是我国主要的注射剂生产设备供应商，生产的各类大输液生产自动线和安瓿注射液生产自动线的技术水平始终居业内前列，已获发明专利 26 项，属中国制药装备行业协会。公司产品为：非 PVC 膜软袋大输液生产自动线、塑料大输液生产自动线、玻璃瓶大输液生产自动线、玻璃安瓿注射剂生产自动线、塑料安瓿注射剂生产自动线。公司 2011 年主要产品收入、毛利率如图 1 和图 2 所示，其中注射剂生产设备及相关产品灯检机合计收入 2.05 亿，占公司当年收入的 77.5%，综合毛利率达 53.46%，在设备行业属于高水平。

图 1：2011 年公司收入构成（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

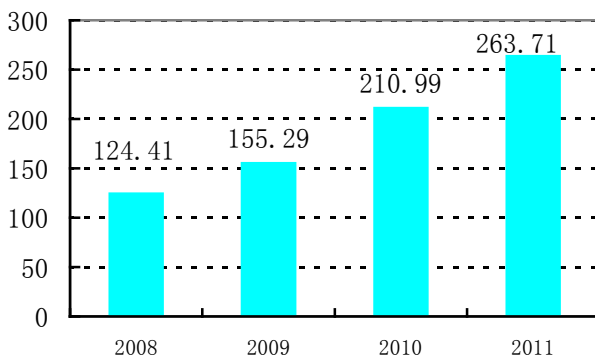
图 2：2011 年公司主要业务毛利率（%）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

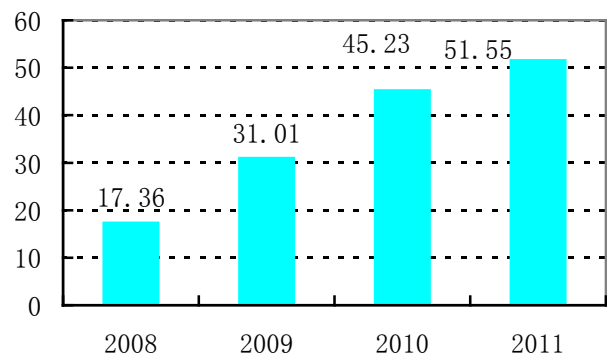
2008 年-2011 年间，公司收入和盈利持续稳定增长，详见图 3 和图 4。2012 年前 3 季度公司实现收入 2.14 亿，增长 9.56%，实现净利 4310 万元，增长 16.27%，每股收益 0.32 元，其中第 3 季度单季实现收入 0.75 亿元，同比增长 28.45%，实现净利 1465 万元，增长 38.39%。

图 3：2008 年—2011 年公司收入（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

图 4：2008 年—2011 年公司净利（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

二、注射剂包装材料由玻瓶向塑瓶升级的趋势明显

1、公司产品主要用于生产各类注射剂

公司产品主要用于生产各种规格型号和包装的注射剂产品，详见表 1。

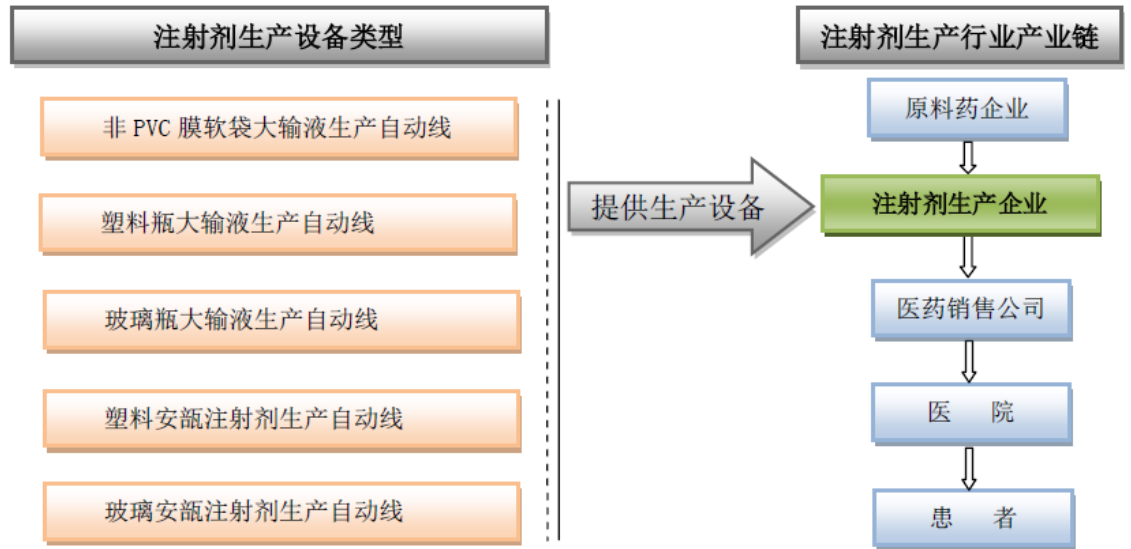
表 1：公司主要产品情况

产品名称	应用	产品图示	所生产的注射剂产品图示
玻璃瓶大输液生产线	主要用于玻璃瓶包装的大输液等药品生产		
塑料瓶大输液生产自动线	主要用于塑料瓶包装的大输液等药品生产，集洗瓶、灌装、封口等工序于一体		
非 PVC 膜软袋大输液生产线	主要用于非 PVC 膜包装的大输液等药品生产		
玻璃安瓿注射剂生产线	主要用于玻璃瓶包装的小水针等药品生产		
塑料安瓿注射剂生产线	主要用于塑料瓶包装的小水针等药品生产		
智能灯检机	用于检验各种输液药品的设备，主要替代人工		

资料来源：民族证券。

公司产品作为生产设备用户主要为各大注射剂生产企业，注射剂生产企业利用公司的设备生产出各种注射剂后再出售给各家医院，用于临床治疗。公司产品与下游行业的关系详见图 5。

图 5：公司产品与下游行业的关系



据来源：千山药机招股说明书

2、我国注射剂行业按包装形式的分类

注射剂指药物制成的供注入人体内的灭菌溶液，根据容量不同分为大输液和小针剂两大类，大输液指 50ml 以上的，小针剂指 20ml 以下的。

大输液包装形式分为玻璃瓶、塑瓶、软袋和直立式软袋 4 种形式，其中软袋包装又分为 PVC 软袋和非 PVC 软袋，PVC 软袋因为含有增塑剂已于 2000 年 9 月被国家药监局停批。各种大输液产品的特征如表 2 所示，各种小针剂产品的特征如表 3 所示。

表 2：50ml 以上的大输液包装形式及特征

包装形式	玻璃瓶	塑瓶	软袋	直立式软袋
化学稳定性	软好	好	好	好
抗冲击	差	好	好	好
透明度	好	较好	好	好
口部密封性	较差、易污染	好，不易污染	好，不易污染	好，不易污染
胶塞接触药物	是，易污染	否，不易污染	否，不易污染	否，不易污染
是否易破损	是，脱落物和隐形裂伤易污染	否，无脱落物和隐形裂伤	否，无脱落物和隐形裂伤	否，无脱落物和隐形裂伤
使用方法	需空气回落，易二次污染	需空气回落，易二次污染	自身产业负压，无需空气回路，安全性高	自身产业负压，无需空气回路，安全性高
临床使用习惯	习惯	习惯	不习惯	不习惯

运输	重量大, 运费高, 易破损	重量轻, 运费低, 不易破损	重量轻, 运费低, 不易破损	重量轻, 运费低, 不易破损
价格及成本	价格低、成本低	价格高于玻璃瓶, 成本与玻璃瓶相近	价格最高, 成本最高	价格略低于软袋, 成本略低于塑瓶

资料来源: 科伦药业招股说明书。

表 3: 20ml 以下的小针剂包装形式及特征

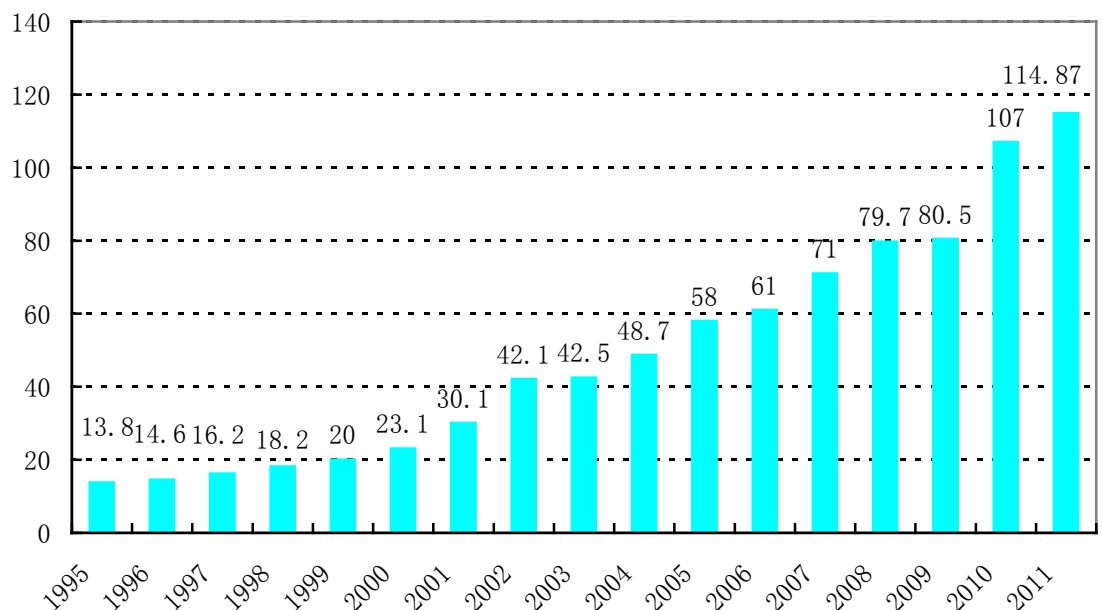
包装形式	玻璃安瓿	塑料安瓿
生产过程	生产成本较低, 集成度较低	生产成本高, 集成度、自动化程度高, 可实现无菌封装
运输过程	自重大、易破碎	自重小、不易破碎
销售、使用过程	阻隔性良好、使用易产生玻屑、易发生爆瓶现象	销售利润率高、使用时无碎屑产生, 与少数药物不相容
废弃物处理过程	需粉碎、深埋处理	可直接焚烧处理

资料来源: 千山药机招股说明书。

3、我国大输液产量已能满足需求

据统计, 2011 年我国大输液产量为 114.87 亿瓶(袋), 比 1995 年增加 7.32 倍, 1995 年-2011 年间年复合增长率为 14.16%, 详见图 6, 当年的实际需求量为 80 亿瓶左右。按我国 13.6 亿人口计算, 目前年人均大输液产量为 8 瓶左右, 已超过世界平均水平。未来国内大输液产量继续大幅增长的空间相对较小。

图 6: 我国历年大输液产量 (亿瓶/袋)

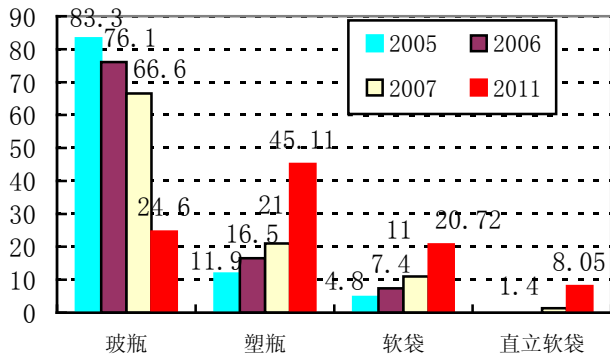


数据来源: 科伦药业招股说明书、民族证券

4、玻瓶大输液占比大幅下滑

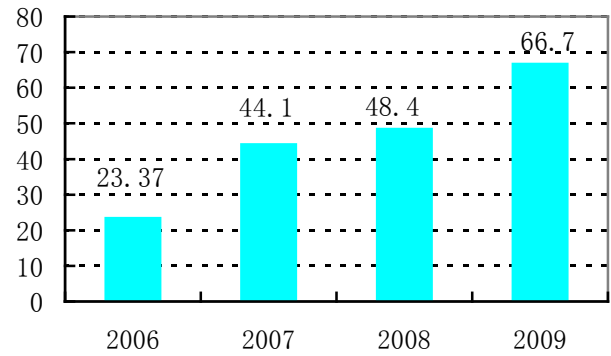
2011 年国内大输液产品中，塑瓶占 45.11%，玻璃瓶占 24.6%，非 PVC 软袋占 20.72%，直立软袋占 8.05%，其中玻璃瓶的占有率较 2005 年下滑近 60 个百分点，而塑瓶占有率增加超过 30 个百分点，软袋增加 16 个百分点，直立软袋增加近 8 个百分点，详见图 7。目前欧美等发达国家软袋、塑瓶包装的输液产品已成为市场主流，美国达 95%，欧洲达 80%，日本也达到 90% 以上，未来国内大输液产品向塑瓶、软袋演进的趋势仍将进行。

图 7：我国历年大输液产品结构变化 (%)



资料来源：科伦药业招股书、民族证券

图 8：我国历年大输液市场集中度 CR10 (%)



资料来源：科伦药业招股书、民族证券

5、大输液市场集中度上升

2006 年我国大输液前 10 家企业的市占率为 23.37%，2008 年上升到 48.4%，2009 年继续提升到 2/3 左右，详见图 8。2011 年全国共有 407 张输液注册证，前 5 大企业市场占有率为 55%，分别为科伦药业、华润双鹤、鲁抗医药、辰欣药业和石家庄四药。国内大输液生产集中度呈明显的上升趋势，但与欧美日等发达国家相比仍有较大差距，如美国的百特公司占据了全美 80% 的输液市场，在欧洲大输液市场基本上被费森尤斯、贝朗、百特克林泰克和法玛西亚 4 大公司占有，日本大冢公司占 50% 左右的市场份额。2011 年 3 月 1 日起正式实施的新版 GMP 认证，要求所有制药企业在 5 年内完成新版 GMP 的审批，新版 GMP 与 1998 年版相比，对无菌制剂企业的要求更高，更加强调生产过程的无菌、净化要求。随着新版 GMP 认证的实施，预计未来国内大输液的市场集中度将进一步提高。

6、大输液生产设备投资情况

大输液主要产品的固定资产投资情况如表 4 所示。

表 4：大输液产品固定资产投资情况

	玻瓶	塑瓶	软袋	直立软袋
所需投资额 (万元)	2,000	54,320.9	17,478	4,514
新增产能 (亿瓶)	0.45	7.95	1.5	0.4
单位投资 (元/瓶)	0.44	0.68	1.17	1.13
单位投资 (亿元/亿瓶)	0.44	0.68	1.17	1.13

资料来源：华润双鹤、科伦药业招股说明书。

7、小针剂仍以玻璃瓶为主

截止到 2010 年 8 月 18 日，我国共有安瓿注射剂生产企业 795 家，国家药监局共发放安瓿注射剂 GMP 认证证书 1472 张，从包装材料来看，绝大部分安瓿注射剂为玻璃安瓿注射剂，国内仅科伦药业引进了一条塑料安瓿生产线，公司塑料安瓿生产设备也仅售出一条。

国际上，塑料安瓿在欧、美、日等发达国家，甚至巴西、印度等发展中国家均已广泛使用，据统计，塑料安瓿在发达国家的使用率在 70%，印度也达到了 40%，而我国仍以玻璃安瓿为主，塑料安瓿仅占 1% 左右。

三、公司是注射剂生产设备龙头公司

根据中国制药装备行业协会于 2010 年 4 月 15 日出具的第 95 期《制药机械简报》、公司的市场调查和对行业的了解以及中国制药装备行业协会的证明，公司 2009 年度注射剂生产设备销量及销售收入均排名行业前三名，其中大输液生产设备销量及销售收入居同行业首位。

公司国外主要竞争对手有：德国 Plumat 公司，产品主要为非 PVC 膜软袋大输液生产自动线、塑料瓶大输液生产自动线；瑞士 Romme lag 公司，主要产品为塑料安瓿注射剂生产自动线，我国现有的少数几条塑料安瓿注射剂生产自动线主要为该公司提供。

国内主要竞争对手有：新华医疗，涉及非 PVC 膜软袋大输液生产自动线；长沙楚天科技有限公司，产品主要包括玻璃安瓿注射剂生产自动线、大输液生产自动线等，其玻璃安瓿注射剂生产自动线居国内领先地位，据楚天科技招股意向书，长沙楚天科技 2011 年安瓿生产线销售 135 条，收入 1.55 亿，大输液联动线 0.27 亿，全自动灯检机 0.13 亿。千山药机 2011 年安瓿生产线 60 条左右，收入 0.44 亿，大输液生产线 1.37 亿元，智能灯检机 0.23 亿元。

公司的优势主要体现在客户和研发上。国内排名前十的大输液企业中，已有 8 家企业使用公司生产的成套制药设备，如：科伦药业、鲁抗辰欣、石家庄四药、山东华鲁制药、赤峰荣济堂药业、丰原药业、六安华源制药、西南药业等，此外上市公司罗欣药业、康缘药业、浙江医药等也是公司的客户。

2008 年-2011 年之间，公司每年投入的研发费用占收入的比例分别为 4.12%、5.64%、4.67% 和 5.77%，2011 年的研发费用高达 1522.57 万元。持续的研发投入提升了公司自主创新能力，截止到 2011 年末，公司已获授权的专利 820 件，其中发明专利 26 件。公司主要产品均为替代进口的高端设备，这从公司毛利率水平也可看出。

四、公司增长驱动因素

我们认为近期内推动公司增长的主要因素是新版 GMP 认证带来的药厂设备更新，中期增长因素主要来自注射剂包装材料的升级、注射剂集中度提高后带来的更新需求和采血设备，长期增长主要来自于公司的创新能力。

1、新版 GMP 认证推动药厂设备更新

根据药监局的规划，2013 年底前无菌制剂生产企业（包含了注射剂）必须通过新版 GMP

认证，非无菌制剂可以到 2015 年，公司大输液、小水针都属于无菌类的，因此下游药厂必须在 2013 年底之前完成新版 GMP 认证。公司 2000 年设立之初正是凭借 1998 年版的 GMP 认证提供的市场机会得以在行业内站稳脚跟，并得到发展。2011 年全国共有 407 张大输液注册证相当于约 400 条生产线，按 380 万元/条线的单价估算，全部更换市场容量为 15.2 亿元。截止到 2010 年 8 月 18 日，国家药监局共发放安瓿注射剂 GMP 认证证书 1472 张，绝大多数为玻璃安瓿，我们估计国内目前玻璃安瓿注射剂自动化生产线在 1500 条左右，按 60 万元/条生产线估算，全部更换市场容量为 9 亿元左右。由此估算，由 GMP 认证带来的注射剂生产设备更新需求大约在 25 亿元左右，假设 2014 年前完成 80% 为 20 亿元左右，相当于 2012 年-2014 年的 3 年间年均 8 亿元左右。

从 2011 年和 2012 年的情况来看，公司产品中受 GMP 认证拉动较为明显的主要是玻璃安瓿注射剂自动生产线和塑料瓶大输液自动化生产线。其中玻璃安瓿自动化生产线 2011 年实现收入 3912 万元，同比增长 128%，2012 年上半年实现收入 3919 万元，同比增长 164.56%。塑料瓶大输液自动化生产线 2012 年上半年实现收入 3050 万元，同比增长 41.84%。

2、注射剂产品升级换代带来的需求

从大输液产品看，2011 年国内大输液产品中，塑瓶占 45.11%，玻璃瓶占 24.6%，非 PVC 软袋占 20.72%，直立式软袋占 8.05%，而欧美等发达国家软袋、塑瓶包装的输液产品已成为市场主流，美国达 95%，欧洲达 80%，日本也达到 90% 以上，未来国内大输液产品向塑瓶、软袋演进的趋势仍将进行。

小水针市场，发达国家塑料安瓿的占比达到 70% 以上，而我国仍以玻璃安瓿为主，公司作为国内首家塑料安瓿注射剂生产设备供应商，未来有望分享小水针产品更新升级带来的需求增长。借鉴大输液注射剂塑化的历史进程，假设未来 6 年国内塑料安瓿的占比达到 60% 即 900 条生产线，按 450 万元/条线的单价估算，市场容量在 42.75 亿元左右，相当于年均 7 亿元左右。

3、下游市场集中度提高带来的需求

2009 年国内 10 家大输液企业的市场占有率合计为 2/3，仍低于发达国家的水平，未来随着行业整合，市场集中度将进一步提高。而整合的方式无非两种，一种是小企业被大企业收购，另一种是大企业自行增加产线挤压小企业生存空间。如果采取第一种方式，将为设备供应商提供改造升级需求，如果采取第二种方式，将为设备供应商提供结构化需求。

4、技术创新带来的新产品增长

公司多年来依靠不断的技术创新、研制新产品，从而形成新的产品线和市场。目前公司产品线已从最初的玻璃注射剂自动化生产线逐渐扩展至大输液、小水针的玻璃瓶、塑瓶系列产品。2011 年公司推出的用于注射剂产品自动检测的智能灯检测实现了 18 台/0.23 亿元的销售（单价 150 万元含税）。公司近期研制的产品还有吹灌封 3 合一塑瓶生产设备，已有订单。

此外公司还计划在湖南祁阳投资设立一家全资子公司，生产真空无菌采血管和采血针，拟建 10 条生产线，4 亿支无菌玻璃真空采血管+4 亿支无菌塑料真空采血管+8 亿支采血针。目前国内真空采血管的年消费量约为 40 亿支左右，人均使用量为 3 支/人/年。该项目计划 2013 年

10月运行，达产后，按采血管0.3元/支，采血针0.1元/支估算，合计可形成3.2亿元的年产值。国内生产真空采血管的企业主要有阳普医疗（300030）等，阳普医疗2011年采血管收入为1.57亿元约5亿支左右。采血管和采血针属于临床检验用消耗品，用量随着就诊人数和居民收入水平的上升而上升，预计未来年均增速超过10%。

五、公司盈利预测

1、公司分部收入预测

根据上述分析，公司本部各部分业务收入预测如表5所示。

表5：公司分部业务预测

单位：百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
分部收入					
非PVC膜软袋大输液生产自动线	88.99	86.08	50	60	75
塑料瓶大输液生产自动线	40.76	38.00	60	120	80
玻璃瓶大输液生产自动线	15.76	13.55	15	30	10
玻璃安瓿注射剂生产自动线	17.17	39.11	80	80	40
塑料安瓿注射剂生产自动线	4.44	4.44	10	20	40
智能灯检机		23.33	25	30	60
采血设备			0	0	160
分部毛利率（%）					
非PVC膜软袋大输液生产自动线	62.92	62.16	62	62	62
塑料瓶大输液生产自动线	50.57	36.71	45	45	45
玻璃瓶大输液生产自动线	35.2	42.47	42	42	42
玻璃安瓿注射剂生产自动线	35.64	35.09	35	35	35
塑料安瓿注射剂生产自动线	60.14	56.02	56	56	56
智能灯检机		68.29	68	68	68
采血设备					32

资料来源：民族证券。

2、公司盈利预测

据此初步预计公司2012年-2014年收入分别为3.4亿元左右、4.8亿元左右和6.24亿元左右，分别增长30%、40%和30%，净利分别为0.67亿元、0.94亿元和1.23亿元，每股收益分别为0.50元和0.70元和0.92元左右，详见表6。

表6：公司盈利预测表

单位：百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	211	264	343	480	624
主营业务成本	104	123	165	230	299
主营业务税金及附加	1	2	3	4	6
营业费用	29	36	45	62	81
管理费用	30	36	51	72	94
财务费用	4	1	3	5	6
资产减值损失	-7	10	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0

投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	154	179	240	336	437
营业外收支	3	3	3	5	6
税前利润	53	60	79	111	145
所得税费用	7	8	12	17	22
净利润	45	52	67	94	123
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	45	52	67	94	123
EPS (元)	0.90	0.86	0.50	0.70	0.92

资料来源：民族证券。

六、公司估值与投资评级

相对估值法。考虑到公司未来的成长性，可给予 2013 年业绩 20 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 14.0 元左右。绝对估值法。无风险收益率取 10 年期国债收益率为 3.46% 左右，市场风险溢价 8.5%，边际税率 15%，付息债务占比 20.0%，则公司的加权资金成本为 10.7%，β 值取公司过去 1 年对沪深 300 指数的均值为 1.01，永续增长率为 2.0%。得出公司的每股价值为 13.3 元，详见表 7。综合分析，公司未来 12 个月的合理估值区间为 13.3 元-14.0 元，建议增持。

表 7：公司自由现金流预测

单位：%	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
NOPLAT	67	94	123	149	180
资产减值损失	0	0	0	0	0
折旧摊销	9	10	13	14	15
资本支出	(24)	(40)	(28)	(24)	(25)
营运资本支出	(48)	(61)	(25)	(3)	2
公司自由现金流	5	3	83	136	172

资料来源：民族证券

七、公司风险因素

公司风险因素在于：药厂 GMP 认证导致年度间需求不均衡，公司新产品智能灯检机、塑料安瓿生产线和采血设备等销售情况不及预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	695	800	873	1,021
现金	373	410	397	494
应收账款	169	197	237	256
其它应收款	77	94	118	137
预付账款	4	5	7	9
存货	72	94	115	125
其他	0	0	0	0
非流动资产	101	115	147	163
长期投资	0	0	0	0
非营业投资	0	0	0	0
固定资产	97	112	142	157
其他	4	3	5	6
资产总计	795	916	1,020	1,184
流动负债	101	153	180	237
短期借款	60	90	90	120
应付账款	19	30	42	55
其他	13	17	24	31
非流动负债	5	7	10	12
长期借款	0	0	0	0
其他	5	7	10	12
负债合计	107	160	190	250
少数股东权益	0	0	0	0
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	689	756	830	934
负债和股东权益	795	916	1,020	1,184

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-70	32	46	116
净利润	52	67	94	123
折旧摊销	7	9	10	13
财务费用	4	3	5	6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-140	-48	-61	-25
其它	7	0	-1	-1
投资活动现金流	-74	-24	-40	-28
资本支出	-80	-24	-40	-28
长期投资				
其他	6	0	0	0
筹资活动现金流	452	29	-20	9
借款	-10	33	5	34
发新股	474	0	0	0
分红	0	0	-20	-19
少数股东融资	0	0	0	0
其他	-12	-3	-5	-6
现金净增加额	308	38	-14	97

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	264	343	480	624
营业成本	123	165	230	299
营业税金及附加	2	3	4	6
营业费用	36	45	62	81
管理费用	36	51	72	94
财务费用	1	3	5	6
资产减值损失	10	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	179	240	336	437
营业外收支	3	3	5	6
利润总额	60	79	111	145
所得税	8	12	17	22
净利润	52	67	94	123
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	52	67	94	123
EBITDA	74	88	121	158
EPS (元)	0.86	0.50	0.70	0.92

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	24.98%	30.00%	40.00%	30.00%
营业利润	16.30%	34.02%	40.00%	30.00%
归属母公司净利	13.97%	30.56%	40.03%	30.57%
获利能力				
毛利率	53.46%	52.00%	52.00%	52.10%
净利率	19.55%	19.63%	19.64%	19.72%
ROE	7.49%	8.90%	11.35%	13.17%
ROIC	7.68%	7.91%	10.16%	11.55%
偿债能力				
资产负债率	13.42%	17.43%	18.59%	21.09%
净负债比率				
流动比率	6.85	5.24	4.85	4.30
速动比率	6.14	4.62	4.21	3.77
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.37	0.47	0.53
应收帐类周转率	1.56	1.74	2.03	2.43
存货周转率	1.79	1.75	2.01	2.38
每股指标(元)				
每股收益	0.86	0.50	0.70	0.92
每股经营现金	-1.04	0.24	0.35	0.86
每股净资产	10.28	5.64	6.19	6.97
估值比率				
P/E	24	18	13	10
P/B	1.9	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	18	14	10	8

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。