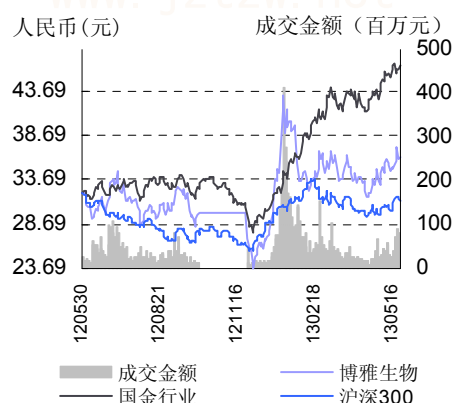


博雅生物 (300294.SZ) 生物技术行业
评级: 增持 维持评级
公司研究简报

市价 (人民币): 36.51 元

新浆站 + 新产品, 成长弹性大;
长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据 (人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 31.88 |
| 总市值(亿元) | 27.45 |
| 年内股价最高最低(元) | 45.25/31.02 |
| 沪深 300 指数 | 2634.32 |


公司基本情况 (人民币)

| 项 目 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 1.149 | 0.991 | 1.145 | 1.531 | 1.994 |
| 每股净资产(元) | 4.63 | 9.92 | 10.93 | 12.33 | 14.20 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.44 | 1.22 | 1.44 | 1.42 | 1.93 |
| 市盈率(倍) | N/A | 35.23 | 31.62 | 23.65 | 18.16 |
| 行业优化市盈率(倍) | 24.42 | 33.55 | 46.82 | 46.82 | 46.82 |
| 净利润增长率(%) | 30.62% | 15.19% | 15.51% | 33.72% | 30.22% |
| 净资产收益率(%) | 24.83% | 10.00% | 10.48% | 12.42% | 14.05% |
| 总股本(百万股) | 56.78 | 75.80 | 75.80 | 75.80 | 75.80 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资建议

- **从看好血液制品行业的角度, 推荐弹性标的。**博雅生物目前体量较小, 但在新浆站和新产品的拓展上有很大的弹性, 加之产业整合并购预期, 多方共同提升公司的成长性。目前估值 31 倍, 考虑公司所处行业不受政策干扰, 给予“增持”评级, 目标价 43 元, 对应 2014 年 PE28 倍。

投资逻辑

- **血液制品行业具备稀缺资源价值属性:** (1) 具有投资的安全边际: 由于供给短缺的状况短时间内无法缓解, 行业具有稀缺资源属性, 意味着产品不降价、不愁销, 可以规避当前的政策性风险; (2) 我们认为血制品行业未来三年具有成长性投资机会, 成长动力来自: 第一整合并购提升集中度获得规模效应; 第二新增浆站带来的量的增长; 第三产品链的延伸带来的盈利能力提升。博雅生物近两年在新浆站和新产品方面均有拓展, 基数小, 弹性大。
- **公司价值之一: 新浆站(老浆站挖潜+新建):** 近 3 年, 公司在原有浆站的基础上, 新申请建立四川岳池浆站(已经采浆)、邻水浆站(正在建设)、江苏灌云浆站(等待采浆许可); 新浆站的开拓能力居于行业领先水平, 新浆站储备为公司后续的业绩增长提供保障;
- **公司价值之二: 新产品(纤维蛋白原和乙肝免疫球蛋白是增量):** 从单位血浆中能够提取有效成分的多少, 决定了单位盈利能力, 公司主要产品为人白和静丙两大类, 2012 年重点发展纤维蛋白原, 纤维蛋白原仅有 6 家企业生产, 2013 年乙肝免疫球蛋白和纤维蛋白原仍然是增量;
- **外延扩张提升实力:** 博雅生物的产业并购走在行业的前列。公司拟以 1.16 亿收购海康生物 68% 的股权, 海康生物在浙江和新疆拥有 8 个单采血浆站, 采浆能力超过 60 吨, 借助上市公司平台, 产业整合将大大加强博雅的实力。

估值

- 我们给予公司 2013-2015 年 EPS 为 1.145 元、1.531 元和 1.994 元, 同比增长 16%、34% 和 30%。

风险

- 收购失败; 采浆成本上升带来的盈利能力下降; 产品价格下降。

叶苏

 联系人
(8621)60753906
yesu@gjzq.com.cn

李敬雷

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

黄挺

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

内容目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 成长弹性很大的血液制品企业 | 3 |
| 公司目前产品以人白和静丙为主 | 3 |
| 成本趋于上升，量的提升成为判断公司竞争力重要标准 | 3 |
| 公司价值拓展：新浆站+新产品 | 4 |
| 血液制品行业具备稀缺资源价值属性 | 4 |
| 公司浆站开拓能力能：老浆站挖潜+新浆站开拓 | 5 |
| 新产品纤维蛋白原是增量 | 5 |
| 外延并购提升实力，加速产业整合 | 6 |
| 盈利预测与投资建议 | 6 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 8 |

图表目录

| | |
|----------------------------|---|
| 图表 1：公司产品构成 | 3 |
| 图表 2：公司收入构成 | 3 |
| 图表 3：公司利润构成 | 3 |
| 图表 4：采浆成本上升导致毛利率趋于下降 | 4 |
| 图表 5：血液制品行业上市公司浆站资源 | 4 |
| 图表 6：公司采浆量 | 5 |

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

成长弹性很大的血液制品企业

公司目前产品以人白和静丙为主

- 公司从事血液制品的研发、生产和销售，可生产人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、冻干静注人免疫球蛋白、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白和人纤维蛋白原共 3 大类 7 个品种 21 个规格产品。

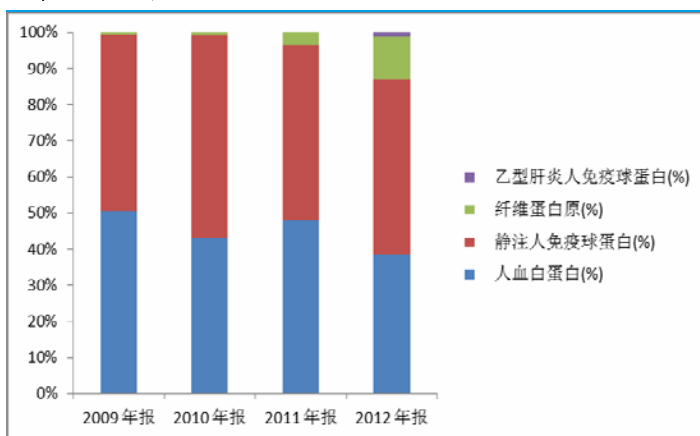
图表1：公司产品构成

| 类别 | 品 种 | 应用领域和功能 |
|-------|------------|--|
| 白蛋白 | 人血白蛋白 | 血浆中含量最多的蛋白质，约占血浆蛋白的60%；具有调节血浆渗透压、运输、解毒和营养供给功能；适用于癌症化疗或放疗患者、低蛋白血症、烧伤、失血创伤引起的休克，肝病、糖尿病患者，可用于心肺分流术、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合症。 |
| 免疫球蛋白 | 静注人免疫球蛋白 | 使用时有较好的大剂量静脉注射耐受性，临床适应症较多。适于原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病和自身免疫性疾病等。 |
| | 冻干静注人免疫球蛋白 | 适用于原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病及自身免疫性疾病等。 |
| | 人免疫球蛋白 | 预防麻疹和传染性肝炎，若与抗生素合并使用，可提高对某些严重细菌和病毒感染的疗效。 |
| | 乙型肝炎人免疫球蛋白 | 主要用于乙肝的被动免疫、治疗和肝移植等。 |
| | 狂犬病人免疫球蛋白 | 主要用于被狂犬或其他携带狂犬病毒的动物咬伤、抓伤患者的被动免疫和治疗。 |
| 凝血因子 | 人纤维蛋白原 | 主要用于先天性或获得性纤维蛋白原缺乏症、弥散性血管内凝血；产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍。 |

来源：公司资料 国金证券研究所

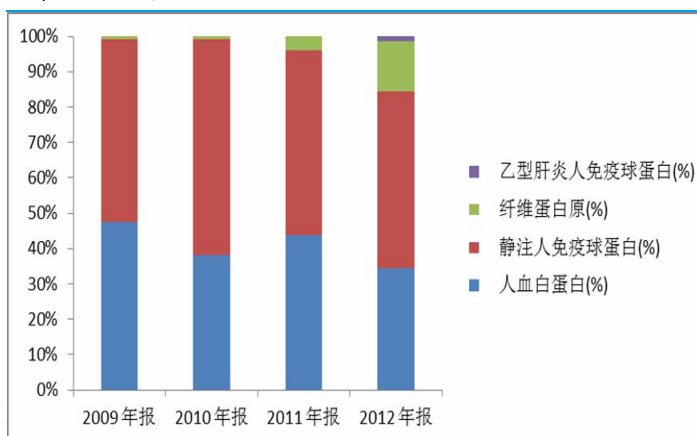
- 2012 年公司收入 2.27 亿，同比增长 15.52%，营业利润 8256 万元，同比增长 15.23%；归属上市公司股东净利润 7515 万元，同比增长 15.19%。其中，人血白蛋白和静注人免疫球蛋白销售是主要的收入来源，约占收入和利润的 88%。
- 2012 年公司高附加值的产品人纤维蛋白原形成规模生产，销售额大幅提升，市场占有率已经达到国内第一。

图表2：公司收入构成



来源：公司年报 国金证券研究所

图表3：公司利润构成

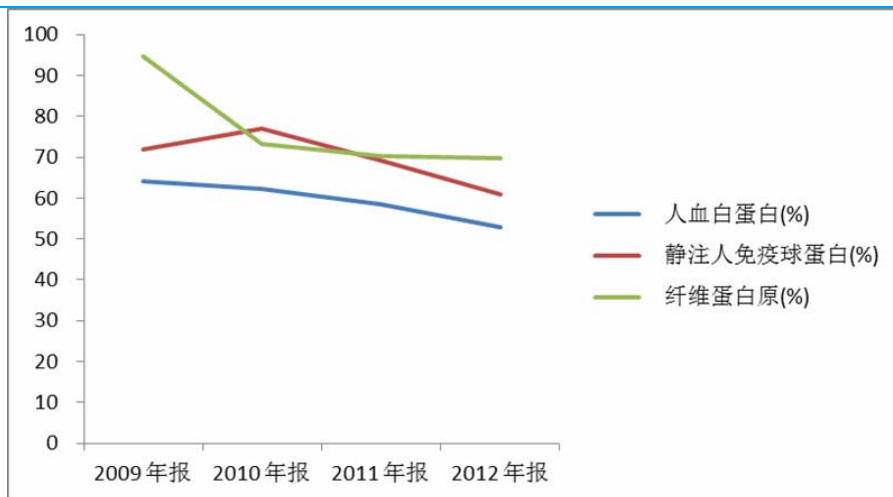


成本趋于上升，量的提升成为判断公司竞争力重要标准

- 因为需求紧张，血液制品企业采取各种努力加大采浆量，也相应的提升了采浆成本，2012 年全行业的采浆成本都有所提升，从上市企业的血制品毛利率可以看出，2012 年行业的毛利率水平趋于下降。

- 血液制品的成本构成中，采浆成本（支付给献浆员的营养费、误工费及相关费用）是最大的支出，约占业务成本的 60-70%，其次为诊断试剂、浆站人工及其运营成本。从博雅生物历年的报表中也可以看出，产品的毛利率呈现下降的趋势，主要来自于采浆成本的上涨。

图表4：采浆成本上升导致毛利率趋于下降



来源：公司年报 国金证券研究所

公司价值拓展：新浆站+新产品

血液制品行业具备稀缺资源价值属性

- 血液制品行业具备稀缺资源价值属性：血制品需求旺盛，临床缺口大，但是供给的增长非常缓慢，因此具备浆源开拓能力的企业具有优势。企业的价值拓展主要依靠产品数量和浆站资源，以此提升吨浆收入。
 - 从单位血浆中能够提取有效成分的多少，决定了单位盈利能力。因此产品梯队是体现企业竞争力的一个重要方面。目前血制品企业当中华兰生物产品数量最多，但也仅为 11 个，与国外 20 种以上还有差距。对于其他国内企业而言，新产品研发还有空间。
 - 浆站资源是提供原料的基础，作为企业的生命线，浆源质量直接决定企业的市场地位。
- 在稀缺价值的基础上，新浆站和新产品延伸都能够带来业绩增长的增量。博雅生物近两年在新浆站和新产品方面均有拓展，由于基数小，业绩弹性大。

图表5：血液制品行业上市公司浆站资源

| | 2012 | | | | 2013E | | | | 2014E | | | |
|------------|------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | 产品数量 | 浆站数量 | 在采浆站 | 在建浆站 | 产品数量 | 浆站数量 | 在采浆站 | 在建浆站 | 产品数量 | 浆站数量 | 在采浆站 | 在建浆站 |
| 华兰生物 | 11 | 14 | 13 | 1 | 11 | 16 | 14 | 2 | 11 | 18 | 16 | 2 |
| 上海莱士 | 7 | 12 | 12 | 0 | 7 | 14 | 12 | 2 | 7 | 14 | 14 | 0 |
| 天坛生物 | 6 | 16 | 16 | 0 | 6 | 18 | 16 | 2 | 6 | 18 | 18 | 0 |
| 江西博雅 | 6 | 6 | 5 | 1 | 7 | 6 | 6 | 0 | 7 | 17 | 16 | 1 |
| ST生化（广东双林） | 6 | 9 | 5 | 4 | 6 | 9 | 7 | 2 | 7 | 9 | 9 | 0 |
| 人福医药（武汉瑞德） | 6 | 2 | 2 | 0 | 6 | 2 | 2 | 0 | 6 | 2 | 2 | 0 |
| 沃森生物（河北大安） | 4 | 5 | 3 | 2 | 4 | 5 | 3 | 2 | 4 | 5 | 5 | 0 |

来源：公司年报 国金证券研究所 注：博雅生物的预测中，实际在采浆站为 5 个，在建的浆站在江苏灌云，目前并未取得采浆许可证。2013 年没有包含收购的浙江海康的浆站资源，假设 2013 年收购完成，纳入 2014 年的预测中。沃森收购的河北大安已获得人白的销售许可，预计 2014 年开始陆续生产产品

公司浆站开拓能力能：老浆站挖潜+新浆站开拓

- 采取各种激励措施深挖老浆站的潜力。公司建立了一整套浆源管理办法，从 2010 年开始大力开展浆站挖潜工作，一方面逐步提高供血浆者的营养费，提高供血浆者待遇，改善交通条件和供血浆者活动区生活文化环境设施等；另一方面开展“关注供血浆者、关注供血浆家庭”的一系列公益活动提高社会认知。
- 公司内部浆站的挖潜工作还有很大的空间。公司目前老浆站主要在江西省内，两个采浆量较大的浆站崇仁浆站和南城浆站年均采浆量在 30-40 吨，属于中型规模的浆站，与广西、贵州、四川等地的年采浆量 50-70 吨的成熟大型浆站相比还有提升空间。而金溪、南康浆站目前的采浆量均在 10-20 吨，还有较大的成长空间。
- 公司在新浆站开拓方面进展较快。对于新设浆站，国家设立了严格的准入标准，产品品种超过 6 个公司才有新设浆站的资质，行业内仅有部分企业具备新开浆站的条件，即使具备资质，新开浆站的难度也非常大，需考虑当地血液的供给和需求量和安全性，获得地方、省级有关部门的行政许可方可获得审批，最近几年浆站数量增长非常缓慢，但公司在四川、江苏等地的浆站开拓方面取得了较快的进展。
- 2010 年 5 月公司在四川岳池新设浆站的申请获得四川省卫生厅的批准，并于 2012 年 5 月取得四川省卫生厅颁发的《单采血浆许可证》准予采浆。目前采浆工作进展非常顺利，由于四川本身具备良好的献浆传统，采浆量上升很快。
- 2010 年 12 月，公司在江苏省灌云新设浆站的申请获得了当地县级卫生局的批准，还需要获得江苏省卫生厅的批准，前期工作还在努力中。
- 2013 年 4 月公司在四川广安市邻水县新设浆站的申请获得了四川省卫生厅的批准，公司正在进行血浆站的建设和相关执业许可手续的办理。
- 公司也借助江西省内唯一一家血液制品生产企业的优势，积极在省内申请开设浆站，保障省内群众的用药。目前在省内拥有 4 家浆站。

图表6：公司采浆量

| 采浆量（吨） | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 崇仁 | 44.8 | 29.15 | 37.37 | NA | NA | NA | NA | NA |
| 南城 | 35.83 | 25.13 | 31.37 | NA | NA | NA | NA | NA |
| 金溪 | 15.7 | 11.31 | 17.8 | NA | NA | NA | NA | NA |
| 南康 | 6.51 | 6.94 | 10.18 | NA | NA | NA | NA | NA |
| 老浆站合计 | 102.84 | 72.53 | 96.72 | 106.39 | 117.03 | 128.73 | 141.61 | 155.77 |
| 老浆站增速 | - | - | 33.35% | 10.00% | 10.00% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 岳池浆站 | 0 | 0 | 0 | 0 | 10 | 20 | 30 | 45 |
| 灌云浆站 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 | 10 |
| 收购的海康公司 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 30 | 40 |
| 采浆量合计 | 103 | 73 | 97 | 106 | 127 | 149 | 207 | 251 |
| 采浆量增速 | - | - | 33.35% | 10.00% | 19.40% | 17.08% | 38.91% | 21.37% |

来源：国金证券研究所 注：根据公司公告，海康公司及其下属血浆站预计 2014 年采浆量在 40 吨左右，如收购完成，博雅将拥有海康 68% 的股权，折合约 30 吨采浆量，2015 年计算方式类似，

新产品纤维蛋白原是增量

- 公司目前拥有白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子 3 大类 7 个品种。白蛋白和静注免疫球蛋白销售稳固。2012 年开始重点发展纤维蛋白原，生产量和销售量大幅增加，2012 年纤维蛋白原的销量全国第一。纤维蛋白原和乙肝免疫球蛋白是公司新的利润增长点。

- 公司还在进行高附加值的凝血因子类（凝血因子VIII、凝血酶原复合物）产品研发和特异性免疫球蛋白（手足口病人免疫球蛋白、破伤风免疫球蛋白）的开发，进一步丰富公司的产品线，提升行业竞争实力。
- 凝血因子类产品：人凝血酶原复合物和人凝血因子VIII的研发工作按计划推进，第一季度已完成了人凝血酶原复合物的病毒灭活验证的报送，同时对凝血因子VIII进行了病毒灭活验证的准备工作，计划于二季度完成报送。
- 特异性免疫球蛋白类产品：手足口病人免疫球蛋白的临床前研究已基本完成，计划尽快完成临床申报工作；破伤风人免疫球蛋白的免疫研究目前正在积极地进行，待免疫研究完成后会尽快进行申报注册。

外延并购提升实力，加速产业整合

- **并购整合是国际血液制品企业发展的推动力之一：**国际血液制品行业在过去的几十年时间中经历了多次并购整合浪潮，全球 100 多家企业整合成为目前的不到 20 家，前 5 家企业占据 80% 的市场份额，每家企业的投浆量都在几千吨。
- 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，从监管角度集中度提升也有利于保障产品质量。另外血液制品行业具有明显的规模经济效益，血浆处理能力越大、从血浆中提取的产品种类越多，则对血浆的综合利用率越高，产品的单位成本越低。有研究表明血制品行业投浆量达到 1000 - 1500 吨能最大化发挥其规模效应。
- **我国血液制品行业集中度很低，上市公司正在发挥产业并购的力量，加速产业整合提高效率。**我国血液制品行业企业一共只有 30 多家，投浆量 100 吨以上的企业也屈指可数，行业集中度仍然很低，整合的步伐正在进行。
- 近两年，沃森以 5.29 亿收购河北大安 55% 的股权，人福医药以 5250 万收购武汉中原瑞德 15% 的剩余股权，上海莱士拟亿约 3.29 亿元参股泰邦生物 9.9% 的股权。从产业资本并购的角度，可以侧面验证浆站的价值。
- **博雅生物的产业并购走在行业的前列。**公司拟以 1.16 亿收购海康生物 68% 的股权。海康生物在浙江和新疆拥有较为丰富的血浆资源，借助上市公司平台，产业整合将大大加强博雅的实力。
- 海康生物是浙江省唯一一家拥有单采血浆站的企业，下属磐安单采血浆站目前的年采浆量约 20 吨，下属文成单采血浆站目前正在筹建中，海康生物预计还将在浙江省内申请新设 1-2 家单采血浆站。海康生物持有新疆德源生物 41.98% 的股权，下属 6 个单采血浆站正常采浆，年采浆量 40 吨，另外 2 个浆站在筹建。

盈利预测与投资建议

- 血液制品行业具备稀缺资源价值属性：（1）具有投资的安全边际：由于供给短缺的状况短时间内无法缓解，行业具有稀缺资源属性，意味着产品不降价、不愁销，可以规避当前的政策性风险；（2）我们认为血制品行业未来三年具有成长性投资机会，成长动力来自：第一整合并购提升集中度获得规模效应；第二新增浆站带来的量的增长；第三产品链的延伸带来的盈利能力提升。博雅生物近两年在新浆站和新产品方面均有拓展，基数小，弹性大。
- 公司价值之一：新浆站（老浆站挖潜+新建）：近 3 年，公司在原有浆站的基础上，新申请建立四川岳池浆站（已经采浆）、邻水浆站（正在建设）、江苏灌云浆站（等待采浆许可），；新浆站的开拓能力居于行业领先水平，新浆站储备为公司后续的业绩增长提供保障；

- 公司价值之二：新产品（纤维蛋白原和乙肝免疫球蛋白是增量）：从单位血浆中能够提取有效成分的多少，决定了单位盈利能力，公司主要产品为人白和静丙两大类，2012年重点发展纤维蛋白原，纤维蛋白原仅有6家企业生产，2013年乙肝免疫球蛋白和纤维蛋白原仍然是增量；
- 外延扩张提升实力：博雅生物的产业并购走在行业的前列。公司拟以1.16亿收购海康生物68%的股权，海康生物在浙江和新疆拥有8个单采血浆站，采浆能力超过60吨，借助上市公司平台，产业整合将大大加强博雅的实力。
- 我们维持对生物板块里最具资源属性的血液制品行业的看好。博雅生物是血液制品上市公司中规模较小的企业，公司在新浆站和新产品领域均有拓展，加之产业整合并购，多方式共同提升公司价值，成长的弹性很大。
- 我们给予公司2013-2015年EPS为1.145元、1.531元和1.994元，同比增长16%、34%和30%，给予“增持”投资评级。

风险提示

- 收购失败；
- 采浆成本上升带来的盈利能力下降；
- 产品价格下降。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 | 142 | 197 | 227 | 265 | 360 | 480 |
| 增长率 | | 38.7% | 15.5% | 16.7% | 35.8% | 33.3% |
| 主营业务成本 | -42 | -71 | -93 | -104 | -141 | -185 |
| %销售收入 | 29.4% | 35.9% | 41.0% | 39.0% | 39.0% | 38.5% |
| 毛利 | 100 | 126 | 134 | 162 | 220 | 295 |
| %销售收入 | 70.6% | 64.1% | 59.0% | 61.0% | 61.0% | 61.5% |
| 营业税金及附加 | -1 | -1 | -2 | -2 | -3 | -4 |
| %销售收入 | 0.7% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| 营业费用 | -6 | -7 | -7 | -9 | -12 | -15 |
| %销售收入 | 4.0% | 3.3% | 3.0% | 3.5% | 3.2% | 3.2% |
| 管理费用 | -35 | -43 | -54 | -62 | -83 | -110 |
| %销售收入 | 24.7% | 22.0% | 23.9% | 23.5% | 23.0% | 23.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 58 | 75 | 71 | 88 | 123 | 166 |
| %销售收入 | 41.1% | 37.9% | 31.3% | 33.2% | 34.0% | 34.5% |
| 财务费用 | -5 | -3 | 11 | 9 | 9 | 7 |
| %销售收入 | 3.6% | 1.6% | -5.1% | -3.5% | -2.5% | -1.5% |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 54 | 72 | 83 | 97 | 132 | 173 |
| 营业利润率 | 37.8% | 36.4% | 36.3% | 36.6% | 36.5% | 36.0% |
| 营业外收支 | 6 | 5 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| 税前利润 | 59 | 77 | 89 | 102 | 137 | 178 |
| 利润率 | 41.8% | 39.1% | 39.0% | 38.5% | 37.9% | 37.0% |
| 所得税 | -9 | -12 | -14 | -15 | -20 | -27 |
| 所得税率 | 15.7% | 15.1% | 15.2% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 50 | 65 | 75 | 87 | 116 | 151 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 50 | 65 | 75 | 87 | 116 | 151 |
| 净利率 | 35.2% | 33.2% | 33.1% | 32.7% | 32.2% | 31.5% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 50 | 65 | 75 | 87 | 116 | 151 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 17 | 16 | 18 | 19 | 21 | 23 |
| 非经营收益 | 7 | 4 | 1 | -6 | -5 | 1 |
| 营运资金变动 | -49 | -4 | -2 | 9 | -24 | -29 |
| 经营活动现金净流 | 25 | 82 | 92 | 109 | 108 | 146 |
| 资本开支 | -37 | -18 | -24 | -38 | -24 | -20 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 24 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -12 | -18 | -24 | -39 | -24 | -20 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 442 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -30 | -27 | -40 | -4 | 0 | 197 |
| 其他 | -30 | -6 | -27 | 0 | -10 | -16 |
| 筹资活动现金净流 | -60 | -32 | 375 | -4 | -10 | 180 |
| 现金净流量 | -47 | 31 | 443 | 66 | 74 | 307 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 47 | 78 | 521 | 586 | 660 | 967 |
| 应收款项 | 15 | 11 | 7 | 16 | 22 | 30 |
| 存货 | 79 | 85 | 89 | 99 | 135 | 177 |
| 其他流动资产 | 1 | 4 | 2 | 8 | 10 | 13 |
| 流动资产 | 142 | 179 | 619 | 710 | 828 | 1,187 |
| %总资产 | 48.1% | 87.3% | 97.9% | 79.5% | 81.2% | 86.0% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 140 | 13 | 0 | 157 | 157 | 149 |
| %总资产 | 47.5% | 6.3% | 0.0% | 17.6% | 15.4% | 10.8% |
| 无形资产 | 13 | 13 | 13 | 23 | 33 | 42 |
| 非流动资产 | 153 | 26 | 13 | 183 | 191 | 194 |
| %总资产 | 51.9% | 12.7% | 2.1% | 20.5% | 18.8% | 14.0% |
| 资产总计 | 295 | 205 | 633 | 893 | 1,019 | 1,381 |
| 短期借款 | 27 | 0 | 0 | 0 | 0 | 196 |
| 应付款项 | 12 | 9 | 12 | 36 | 49 | 64 |
| 其他流动负债 | 14 | 14 | 9 | 29 | 36 | 44 |
| 流动负债 | 52 | 24 | 22 | 65 | 84 | 304 |
| 长期贷款 | 40 | 40 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 5 | 5 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 98 | 68 | 26 | 65 | 84 | 305 |
| 普通股股东权益 | 197 | 263 | 752 | 829 | 935 | 1,076 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 295 | 331 | 777 | 893 | 1,019 | 1,381 |

比率分析

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.880 | 1.149 | 0.991 | 1.145 | 1.531 | 1.994 |
| 每股净资产 | 3.477 | 4.626 | 9.916 | 10.931 | 12.332 | 14.196 |
| 每股经营现金净流 | 0.436 | 1.436 | 1.218 | 1.435 | 1.425 | 1.931 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.250 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 25.29% | 24.83% | 10.00% | 10.48% | 12.42% | 14.05% |
| 总资产收益率 | 16.92% | 19.70% | 9.67% | 9.72% | 11.39% | 10.95% |
| 投入资本收益率 | 18.62% | 20.94% | 8.02% | 9.03% | 11.14% | 11.08% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 18.46% | 38.71% | 15.52% | 16.72% | 35.81% | 33.31% |
| EBIT增长率 | 27.88% | 28.01% | -4.72% | 23.81% | 39.20% | 35.33% |
| 净利润增长率 | 59.03% | 30.62% | 15.19% | 15.51% | 33.72% | 30.22% |
| 总资产增长率 | -5.78% | 12.17% | 134.76% | 41.21% | 14.09% | 35.49% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 25.6 | 11.9 | 9.9 | 12.0 | 12.0 | 12.0 |
| 存货周转天数 | 557.9 | 425.4 | 342.3 | 350.0 | 350.0 | 350.0 |
| 应付账款周转天数 | 123.0 | 46.0 | 33.1 | 102.0 | 102.0 | 102.0 |
| 固定资产周转天数 | 359.3 | #DIV/0! | #DIV/0! | 201.2 | 142.4 | 97.6 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 9.88% | -14.54% | -69.28% | -70.76% | -70.65% | -71.60% |
| EBIT利息保障倍数 | 11.5 | 23.8 | -6.2 | -9.6 | -13.6 | -23.6 |
| 资产负债率 | 33.12% | 20.68% | 3.32% | 7.25% | 8.28% | 22.07% |

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 1 | 2 | 5 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 0 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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，过往年度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：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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方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信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net