

## 我武生物（300357）新股定价报告

合理价值区间：24.6-28.7元

## 发行数据

发行规模	2,525 (万股)
发行后总股本	10,100 (万股)
发行方式	网上发行 2020 (万股) 网下发行 505 (万股)
发行日期	20140108
主承销商	海际大和证券
主要股东	我武管理咨询

## 募股资金投向

项目名称	金额 (万元)
年产 300 万支粉尘螨滴剂技术改造项目	11,427
变应原研发中心技术改造项目	4,429
营销网络扩建及信化建设项目	3,095

## 分析师：郭敏

执业证书编号：S1110511060003

电话：(8621) 22062979

邮件：[guomin@tfzq.com](mailto:guomin@tfzq.com)

## 研究助理：何志俊

执业证书编号：S1110111070024

电话：(8621) 22062979-8021

邮件：[hezhijun@tfzq.com](mailto:hezhijun@tfzq.com)

地址：武汉市江汉区唐家墩32号国资大厦B座

电话：027-87618889

邮政编码：430024

天风证券股份有限公司

## 脱敏治疗药物领域龙头企业

## 投资要点：

- **历史业绩优良**：2009年-2013Q3，公司营业收入由3741万元增加至8765万元，2009-2012年复合增速58%；2009-2013Q3，公司净利润分别为1051万元、1841万元、3726万元、5377万元、3152万元，2009-2012复合增速72%。2010-2012年，公司“粉尘螨滴剂”在同类产品中的市场占有率分别为45%、57%、61%，市场占有率逐步提升，位居第一。公司近几年毛利率一直稳定在95%。
- **国内脱敏治疗市场尚处于起步阶段**：2008-2012年，我国尘螨脱敏治疗药物市场规模增长迅速从2008年的0.85亿元增长至2012年的3.34亿元，年复合增长率为40.78%，远高于过敏性疾病用药总体增速；由于脱敏治疗在国内推广较晚，临床应用实践较短，医生和患者对脱敏治疗的认知不够，脱敏治疗药物市场还处在发展初期。随着脱敏治疗的后续推广，未来前景可期。南方所预计，到2015年尘螨脱敏治疗药物的市场容量将扩大到13.70亿元。
- **市场占有率第一**：与竞争对手的产品相比，公司产品在治疗有效性上相当，舌下含服的给药方式更为安全、方便，得到越来越多的医生和患者的认可。公司的市场占有率逐年攀升，根据CFDA南方所《2008-2012年过敏性疾病用药市场查询报告》，2011年及2012年，公司的尘螨脱敏治疗药物市场占有率排名第一，ALK公司排名第二，Allergopharma公司排名第三。
- **公司竞争优势突出**：公司剂型独家，舍下服用具有更高的安全性，并且便于运输和存储。在价格方面，我武生物的粉尘螨滴剂价格较进口产品低，单个疗程费用比较适中。
- **募投项目主要用于产能提升**：此次募集资金用于年产300万支粉尘螨滴剂技术改造项目、变应原研发中心技术改造项目、营销网络扩建及信息化建设项目，项目预计资金为1.89亿元，发行不超过3000万股。

## 盈利预测及投资建议：

- 我们预测2013-2015年公司能够实现营业收入分别为1.84、2.21和2.65亿元，分别同比增长25%、20%和20%；实现归属于上市公司净利润分别0.72、0.99和1.30亿元，分别同比增长35%、36%和31%；按照最新股本摊薄，分别实现每股收益0.60元、0.82元和1.08元。结合公司质地与成长性，我们认为合理的估值区间为2014年预测市盈率30-35倍。

## 风险提示：

- 产品单一风险，降价风险。

## 业绩预测与估值指标

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (亿元)	1.48	1.84	2.21	2.65
增长率%	43%	25%	20%	20%
净利润 (亿元)	0.54	0.72	0.99	1.30
增长率%	36%	27%	36%	30%
毛利率	94.88%	93.00%	93.87%	93.92%
最新摊薄每股收益 (元)	0.45	0.60	0.82	1.08

来源：公司公告、天风证券研究所整理

## 目录

1	公司概况	1
1.1	脱敏治疗领域细分行业龙头	1
1.2	股权结构集中	1
1.3	公司主要产品介绍	1
1.4	过去三年业绩优良	2
2	脱敏治疗行业概况	3
2.1	行业简介	3
2.2	脱敏的治疗方法	5
2.3	行业竞争格局良好	5
3	公司竞争优势突出	5
3.1	产品剂型独家，便于存储	5
3.2	技术和营销优势	5
3.3	公司产品较进口产品价格优势明显	6
4	募投投资项目	6
4.1	募投项目-产能扩建、加强研发和营销网络建设	6
5	盈利预测与投资建议	7
6	风险提示	7
7	重要声明	9
8	天风证券评级说明：	9

## 图目录

图 1 我武生物上市后股权分布图 .....	1
图 2 公司过去三年销售收入和净利润变化情况 .....	3
图 3 2013 年上半年公司产品收入结构 .....	3
图 4 2008-2012 年我国尘螨脱敏药物市场 .....	4
图 5 2008-2012 年我国过敏性疾病用药市场规模 .....	4

## 表目录

表格 1 公司主要产品类别 .....	2
表格 2 在研项目进展 .....	2
表格 3 国内脱敏治疗市场主要企业的收入及市场份额情况 .....	5
表格 4 公司募集资金项目 .....	7
表格 5 公司盈利结果预测 .....	7

## 1 公司概况

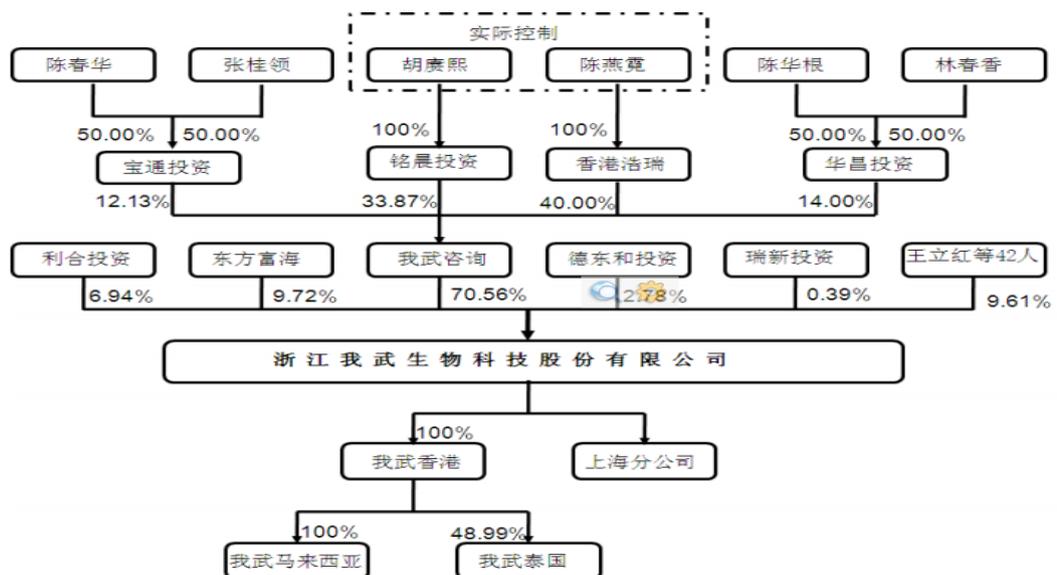
### 1.1 脱敏治疗领域细分行业龙头

公司成立于 2002 年，是一家以变应原产品的研发、生产和销售为主营业务的生物制药类企业，已经获准上市的产品包括“粉尘螨滴剂”（商品名：畅迪）和“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”（商品名：畅点）。“粉尘螨滴剂”用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的脱敏治疗。“粉尘螨滴剂”是营业收入的主要来源（占 95%左右），且国内仅公司生产并销售舌下含服脱敏药物。

### 1.2 股权结构集中

本次发行前公司总股本 9000 万股，本次公开发行 2525 万股，占发行后总股本的比例 25%。我武咨询为公司控股股东，持有公司 6350 万股，占发行前总股份的 70.56%。胡庚熙和陈燕霓夫妇为夫妻关系，为公司实际控制人，间接控制公司 70.56%的股份。

图1 我武生物上市后股权分布图



来源：招股书 天风证券研究所

### 1.3 公司主要产品介绍

公司在变应原特异性免疫治疗（脱敏治疗）领域开发了“粉尘螨滴剂”、“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“尘螨合剂”、“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“艾蒿花粉滴剂”、“皮炎诊断贴剂”等多个治疗或诊断过敏性疾病的产品。

公司目前主要产品包括“粉尘螨滴剂”和“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”，两者分别为舌下含服脱敏治疗药物和辅助诊断试剂盒。

表格 1 公司主要产品类别

通用名	商品名	规格	适应症
粉尘螨滴剂	粉尘螨滴剂	滴剂 1 号: 蛋白浓度为 1 $\mu$ g/ml	用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性鼻炎哮喘的脱敏治疗
		滴剂 2 号: 蛋白浓度为 10 $\mu$ g/ml	
		滴剂 3 号: 蛋白浓度为 100 $\mu$ g/ml	
		滴剂 4 号: 蛋白浓度为 333 $\mu$ g/ml	
		滴剂 5 号: 蛋白浓度为 1,000 $\mu$ g/ml	
粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	畅点	粉尘螨点刺液的蛋白浓度为 1.0mg/ml	用于点刺试验, 辅助诊断粉尘螨致敏引起的 I 型变态反应性疾病
		阳性对照的磷酸组胺浓度为 1.70mg/ml	
		阴性对照仅含甘油和生理盐水	

来源: 招股说明书 天风证券研究所

报告期内, 公司在变应原治疗产品和变应原体内诊断两方面积极进行新项目研发, 力求进一步强化在此领域内的领先地位。目前公司已经着手研发黄花蒿粉滴剂(目标北方花粉过敏源脱敏市场, 与现有粉尘螨产品互补)等新产品的研发, 预计新产品的上市将充实公司产品线, 成为新的增长点。

表格 2 在研项目进展

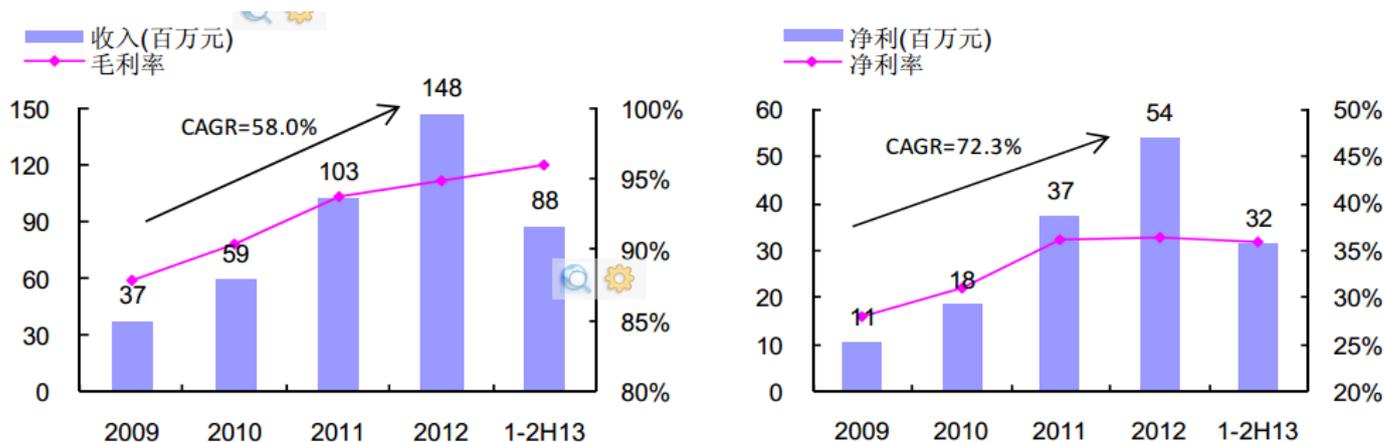
序号	在研产品	类型	进展情况	治疗目标
1	尘螨合剂	变应原治疗产品	II 期临床试验阶段	用于尘螨过敏引起的过敏性鼻炎与过敏性鼻炎哮喘的脱敏治疗
2	黄花蒿粉滴剂	变应原治疗产品	I 期临床试验阶段	用于蒿属花粉过敏引起的过敏性鼻炎与过敏性鼻炎等过敏性疾病的脱敏治疗
3	皮炎诊断贴剂	变应原体内诊断产品	已申请药物临床试验批件	用于 IV 型变态反应引起的接触性皮炎诊断
4	户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	变应原体内诊断产品	已完成特异性和灵敏度临床试验	用于点刺试验, 辅助诊断因户尘螨致敏引起的 I 型变态反应性疾病
5	多指标变应原皮肤点刺诊断试剂盒	变应原体内诊断产品	临床前研究	用于点刺试验, 辅助诊断 I 型变态反应性疾病
6	粉尘螨滴剂*	变应原治疗产品	开展特应性皮炎 II 期临床试验	用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎与过敏性结膜炎的脱敏治疗

来源: 招股说明书 天风证券研究所

## 1.4 过去三年业绩优良

受益于行业的景气, 公司近年收入和净利润呈现同步快速增长的趋势, 毛利率一直稳定在 95% 附近, 市场占有率一直稳居第一。2009-2013Q1-3, 公司营业收入分别为 3741 万元、5933 万元、10318 万元、14752 万元、8765 万元, 2009-2012 复合增速 58%; 2009-2013Q1-3, 公司净利润分别为 1051 万元、1841 万元、3726 万元、5377 万元、3152 万元, 2009-2012 复合增速 72%。2010-2012 年, 公司“粉尘螨滴剂”在同类产品中的市场占有率分别为 45%、57%、61%, 市场占有率逐步提升, 位居第一。

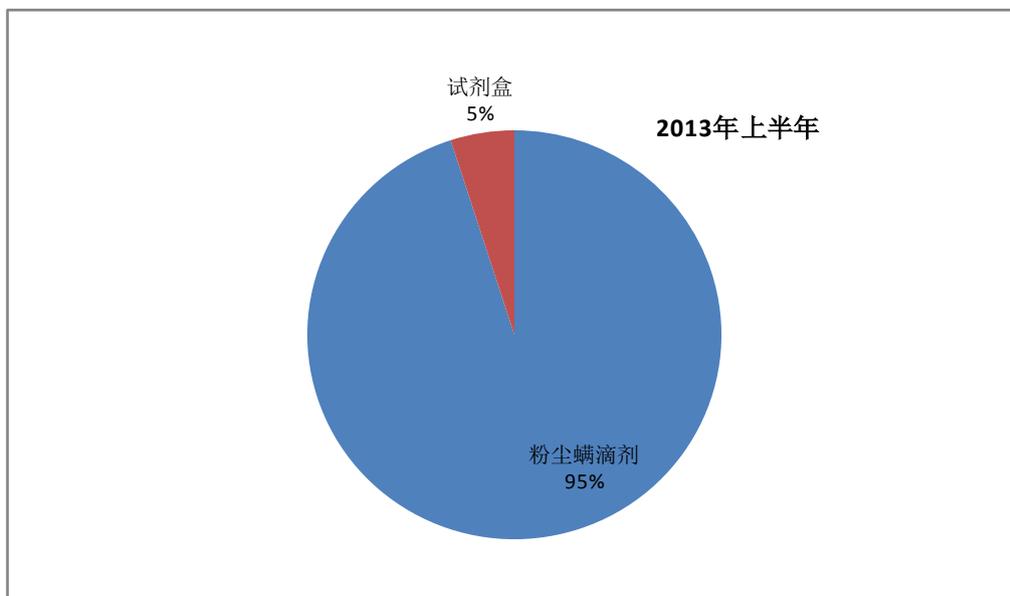
图2 公司过去三年销售收入和净利润变化情况



来源：招股书 天风证券研究所

来源：招股书 天风证券研究所

图3 2013年上半年公司产品收入结构



来源：公司公告 天风证券研究所

## 2 脱敏治疗行业概况

### 2.1 行业简介

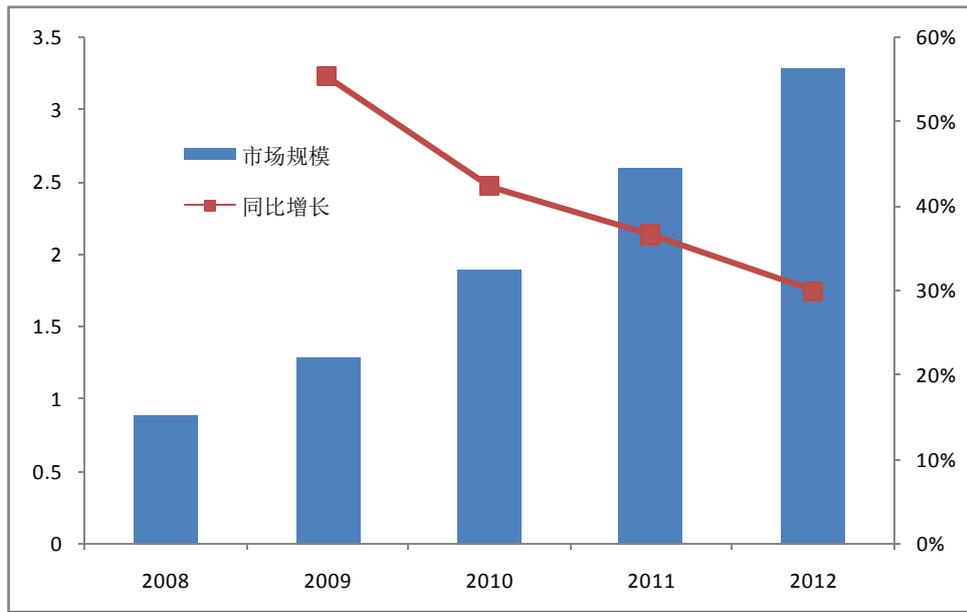
过敏性疾病是当前世界性的重大卫生学问题，此类疾病包括过敏性哮喘、过敏性鼻炎等，是临床上的常见病、多发病。过敏性疾病患病率高危害严重，而其中的呼吸道过敏的危害尤甚。2011年，WHO 认为世界范围内有 10%-30%的成人和 40%的儿童受过敏性鼻炎的影响，过敏性鼻炎的患者总数达到 4 亿人，哮喘人数也达到 3 亿人之多，到 2025 年将达到 4 亿，每年约 25 万人死于哮喘。

在我国，随着工业化程度的提高，过敏性患者的数量急剧上升。2009 年报告，我们 11 个中心城市人群中过敏性鼻炎的自报患病率约为 11%，其中儿童的患病率高于成人北京、重庆、广州

请阅读最后一页信息披露和重要声明

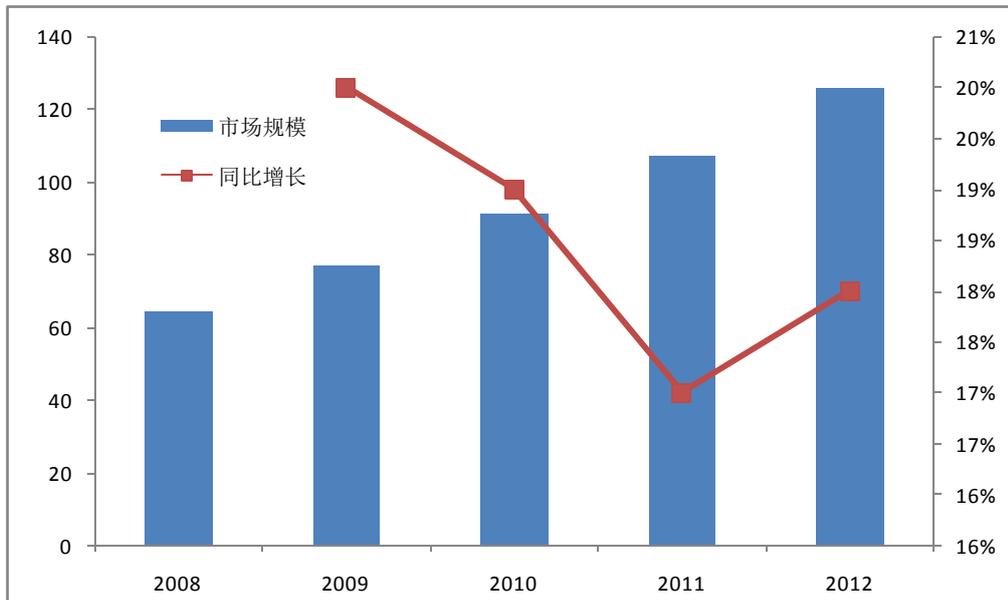
三个城市的儿童过敏性鼻炎的患病率分别达到 14.46%、20.42%和 7.22%。

图4 2008-2012 年我国尘螨脱敏药物市场



来源：招股说明书 天风证券研究所

图5 2008-2012 年我国过敏性疾病用药市场规模



来源：招股说明书 天风证券研究所

我国的过敏性疾病用药总体市场以较快速度发展，2008-2012 年复合增长速度 18.51%。2012 年总体市场规模为达到 126.18 亿元，同比增长 17.72%。2008-2012 年，我国尘螨脱敏治疗药物市场规模增长迅速从2008 年的0.85 亿元增长至 2012 年的 3.34 亿元，年复合增长率为 40.78%，远高于过敏性疾病用药总体增速；由于脱敏治疗在国内推广较晚，临床应用实践较短，医生和患者对脱敏治疗的认知不够，脱敏治疗药物市场还处在发展初期。2012 年国内尘螨脱敏治疗药物的总销售额约为 3.34 亿元，但与整体过敏性疾病用药市场相比，其仅有 2.6%的占比，市场空间还很大。随着脱敏治疗的后续推广，其治疗优势逐渐显现，将促使变应原制品行业快速的发展，脱敏治疗用药市场空间将逐步打开，未来前景可期。南方所预计，到 2015 年尘螨脱敏治疗药物的

市场容量将扩大到 13.70 亿元。

## 2.2 脱敏的治疗方法

过敏性疾病的治疗方法分为对症治疗和对因治疗。对症治疗药物包括抗组胺药物、糖皮质激素等，可有效控制部分临床症状，但无法降低过敏性疾病发生的风险或防止新发致敏的发生，停药后无长期持续疗效。

脱敏治疗则是一种对因治疗方法，系使患者从小剂量开始接触变应原，剂量逐渐增加至维持剂量，继续使用足够疗程，使患者机体的免疫系统产生免疫耐受，患者再次接触该变应原时，过敏症状明显减轻或者不再发生，停药后具有长期疗效，并可预防过敏性疾病的发展。1998 年，世界卫生组织在《WHO 变应原免疫治疗意见书》中明确指出：“脱敏治疗是唯一可以影响过敏性疾病自然进程的治疗方法”。

## 2.3 行业竞争格局良好

在国内变应原制品行业，与公司生产的“粉尘螨滴剂”（畅迪）直接形成竞争的有 ALK 公司生产的“屋尘螨变应原制剂”（安脱达）和 Allergopharma 公司生产的“螨变应原注射液”（阿罗格）。

与竞争对手的产品相比，公司产品在治疗有效性上相当，舌下含服的给药方式更为安全、方便，得到越来越多的医生和患者的认可。公司的市场占有率逐年攀升，根据 CFDA 南方所《2008-2012 年过敏性疾病用药市场查询报告》，2011 年及 2012 年，公司的尘螨脱敏治疗药物市场占有率排名第一，ALK 公司排名第二，Allergopharma 公司排名第三。

表格 3 国内脱敏治疗市场主要企业的收入及市场份额情况

排名	产品	企业	2010	2011	2012
1	畅迪—粉尘螨滴剂	我武生物	45.28%	57.45%	61.27%
2	安脱达—屋尘螨变应原注射液	ALK 公司	47.23%	35.48%	32.09%
3	阿罗格—螨变应原注射液	Allergopharma 公司	7.49%	7.07%	6.64%

来源：招股说明书 天风证券研究所

## 3 公司竞争优势突出

### 3.1 产品剂型独家，便于存储

敏治疗主要有皮下注射和舌下含服两种给药方式。皮下注射脱敏治疗具有引起全身副作用的危险性，还可能引起过敏性休克、甚至死亡等严重的不良反应，舌下含服脱敏治疗引发的不良反应较皮下注射少而轻，同时无创用药更适合于儿童。2001 年 ARIA 正式推荐舌下含服脱敏治疗可适用于成人及儿童患者。此外，其他液体脱敏治疗药物需要在 2~8℃低温条件保存，而公司的产品只需在阴凉处遮光密闭保存即可，使用方便。

### 3.2 技术和营销优势

公司研发团队专业从事变应原制品研究开发多年，在该领域取得了一系列核心技术，并且获授国内发明专利 4 项、欧洲专利 1 项，正在申请国内发明专利 8 项，美国和日本专利各 1 项。在变应原制品开发中，公司变应原活性检测方法 & 检测用标准血清混合物构建技术、变应原制品

请阅读最后一页信息披露和重要声明

“常温”保存技术、粉尘螨纯种分离及三级种子库培养技术和变应原制品标准化技术平台等有助于公司形成技术领先优势。其中，变应原活性检测方法 & 检测用标准血清混合物构建技术，为变应原制品的生物活性检测提供了一种客观、准确的标准；变应原制品“常温”保存技术的应用，保证了液体变应原制品在 20℃ 以下保存的稳定性。

针对国内医生、患者对脱敏治疗方案及产品认知度的不足，公司建立了以学术推广为主要模式的专业学术营销团队，团队成员中 90% 左右拥有大专以上学历。公司学术推广模式具体包括：通过多层次的学术会议加大产品在全国市场的推广力度，专业医学媒体宣传；合作开展临床课题研究；推进过敏疾病专家队伍建设；通过逐级逐层的培训提高医生对公司产品的认知；协助医生建立患者教育服务平台；建立患者咨询机制，为患者提供产品咨询。

公司积极参加全国医疗机构药品集中采购。目前全国近 30 个省、自治区、直辖市和 3 个军区医疗机构药品集中采购中中标。主导产品“粉尘螨滴剂型”已在全国近 30 个省、自治区、直辖市的约 660 家医院销售。

### 3.3 公司产品较进口产品价格优势明显

目前，在我国上市销售的治疗用变应原制品包括我武生物的“粉尘螨滴剂”（畅迪）、ALK 公司的“屋尘螨变应原制剂”（安脱达）、Allergopharma 公司的“螨变应原注射液”（阿罗格）。在价格方面，我武生物的粉尘螨滴剂价格较进口产品低，单个疗程费用比较适中。由于变应原制品产品目前都没有进入医保（“粉尘螨滴剂自 2011 年 7 月 8 日起，在上海市复旦大学附属中山医院等 6 所医院被暂时列入医保支付（参照甲类药品执行）），患者对自费药的价格较敏感，公司产品有一定的价格优势。

畅迪：产品有 1-5 号不同剂型，1-3 号为递增量治疗阶段用药，4-5 号为维持量治疗阶段。1-5 号产品价格依次为：27.53 元、34.82 元、41.00 元、85.83 元和 107.21 元（2013 年 1-6 月报告期数据）。据公司相关人士介绍，如果患者治疗时间为 3 年，平均每日用药成本 8 元左右，即总费用在 8000-9000 元。

安脱达：前 15-17 周为第起始疗程，每周注射一次，总费用约为 3800 元。之后为维持疗程，费用约为 5 针/3300 元\*4 个疗程=13200 元，每 5 针付费一次。总疗程约为 2~3 年，计 17000 左右。

阿罗格：价格与安脱达接近，3 年治疗费用 2 万元左右。

## 4 募投投资项目

### 4.1 募投项目-产能扩建、加强研发和营销网络建设

公司现有“粉尘螨滴剂”现有生产线原实际产能 120 万支/年，但 2012 年实际生产量已达 191.03 万支（实际销量 178.77 万支），现有生产线产能利用已经饱和，未来市场需求还会不断增加。假设未来产品销量复合增速保持在 30%，2015 年销量将达到 392.76 万支。此次募集资金新增 300 万支产能，预计两年后可达产，可以及时解决公司的产能瓶颈问题，为公司将来的发展提供动力和保障。

目前公司的营销网络已涵盖了国内部分学术地位较高的省地级大型医院，但对为数众多的县级医院开发深度还不够。截至目前，公司覆盖的医院销售终端有 660 余家，而全国共有超过 12000

家定级医院，占比仅 5.5%，还有极广阔的市场有待开发，从而进一步提高公司的市场地位和竞争能力。

公司计划三年时间内在全国建立四个大区办事处（上海、广州、武汉和北京），21 个省级办事处和 40 个地级办事机构，在全国 100 地级城市或县级城市设立常驻人员，建成全国性营销网络，扩大市场覆盖率，提高营销能力，增强公司的竞争优势，提高公司在国内变应原产品市场份额的领先地位。同时，公司还将积极开拓海外市场，力争在 3 至 5 年内获得重要海外市场的市场准入。

**表格 4 公司募集资金项目**
**单位：万元**

项目名称	第一年	第二年	合计
年产 300 万支粉尘螨滴剂技术改造项目	5,530.24	5,897.28	11,427.52
变应原研发中心技术改造项目	1,431.42	2,997.90	4,429.32
营销网络扩建及信息化建设项目	2,713.21	382.4	3,095.61

资料来源：招股书 天风证券研究所

## 5 盈利预测与投资建议

- 1、粉尘螨滴剂 2013-2015 收入增长 25%、20%、20%；
- 2、粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒及相关产品 2013-2015 收入增长 35%、36%、20%
- 3、产品毛利率保持稳定

我们预测 2013-2015 年公司能够实现营业收入分别为 1.84、2.21 和 2.65 亿元，分别同比增长 25%、20%和 20%；实现归属于上市公司净利润分别 0.72、0.99 和 1.30 亿元，分别同比增长 35%、36%和 31%；按照最新股本摊薄，分别实现每股收益 0.60 元、0.82 元和 1.08 元。结合公司质地与成长性，我们认为合理的估值区间为 2014 年预测市盈率 30-35 倍。

**表格 5 公司盈利结果预测**

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（亿元）	1.48	1.84	2.21	2.65
增长率%	43%	25%	20%	20%
净利润（亿元）	0.54	0.72	0.99	1.30
增长率%	36%	27%	36%	30%
最新摊薄每股收益（元）	0.45	0.60	0.82	1.08

资料来源：招股说明书 天风证券研究所

## 6 风险提示

### 现有产品结构单一的潜在风险：

公司产品“粉尘螨滴剂”是公司收入的主要来源。2009-2012 年“粉尘螨滴剂”的收入占公司主营业务收入的 94.28%、94.18%、94.55%、94.52%，虽然公司已有一系列产品正在进行临床试验，但距离上市销售时间具有较大不确定性，目前公司产品结构较单一。

### 竞争品种上市将带来市场竞争风险；主要产品降价风险；

附录：财务预测与估值

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
单位:百万元					单位:百万元				
流动资产	134.85	219.58	183.71	255.14	营业收入	147.52	184.40	221.28	265.53
现金	64.05	141.56	83.12	141.05	营业成本	7.56	12.90	13.57	16.15
应收账款	49.05	58.49	67.26	85.09	营业税金及附加	2.44	3.05	3.66	4.39
其它应收款	0.86	2.60	0.76	3.23	营业费用	55.93	64.54	68.60	71.69
预付账款	1.77	-1.67	1.76	-1.63	管理费用	20.39	23.97	24.34	23.90
存货	5.04	11.49	5.83	14.82	财务费用	-0.13	-2.37	-3.12	-0.98
其他	14.07	7.12	24.98	12.58	资产减值损失	0.96	0.68	0.84	0.83
非流动资产	56.27	56.55	255.04	249.52	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.03	0.05	0.06	投资净收益	0.00	0.10	0.03	0.04
固定资产	36.28	34.24	69.32	94.10	营业利润	60.36	81.72	113.42	149.59
无形资产	16.20	19.28	22.97	24.93	营业外收入	3.09	2.66	2.86	2.87
其他	3.79	3.01	162.70	130.43	营业外支出	0.04	0.04	0.05	0.04
资产总计	191.11	276.13	438.75	504.65	利润总额	63.40	84.34	116.23	152.41
流动负债	7.96	19.40	83.20	19.01	所得税	9.63	11.64	17.11	22.21
短期借款	0.00	6.67	75.51	4.07	净利润	53.77	72.70	99.12	130.20
应付账款	0.63	2.64	0.13	3.13	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	-0.01
其他	7.33	10.09	7.56	11.81	归属母公司净利润	53.77	72.70	99.12	130.21
非流动负债	1.77	2.66	2.36	2.26	EBITDA	64.77	84.15	120.83	159.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.45	0.60	0.82	1.08
其他	1.77	2.66	2.36	2.26					
负债合计	9.73	22.05	85.56	21.27	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0.02	0.02	0.02	0.01	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	181.36	254.06	353.17	483.37	<b>成长能力</b>				
负债和股东权益	191.11	276.13	438.75	504.65	营业收入增长率	42.98%	25.00%	20.00%	20.00%
					营业利润增长率	46.59%	35.40%	38.79%	31.88%
					归属于母公司净利润增长率	44.30%	35.21%	36.33%	31.36%
<b>现金流量表</b>					<b>获利能力</b>				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	毛利率	94.88%	93.00%	93.87%	93.92%
单位:百万元					净利率	36.45%	39.43%	44.79%	49.03%
经营活动现金流	40.18	70.44	73.86	130.67	ROE	29.64%	28.61%	28.06%	26.94%
净利润	53.77	72.70	99.12	130.20	ROIC	28.47%	26.66%	22.82%	26.42%
折旧摊销	3.29	2.69	5.50	7.74	<b>偿债能力</b>				
财务费用	-0.13	-2.37	-3.12	-0.98	资产负债率	5.09%	7.99%	19.50%	4.22%
投资损失	0.00	-0.10	-0.03	-0.04	净负债比率	0.00%	2.62%	21.38%	0.84%
营运资金变动	-16.77	-2.46	-27.61	-6.25	流动比率	16.93	11.32	2.21	13.42
其它	0.01	-0.03	0.00	0.00	速动比率	16.30	10.73	2.14	12.64
投资活动现金流	-7.38	-2.86	-203.96	-2.18	<b>营运能力</b>				
资本支出	4.62	-0.34	198.68	-5.48	总资产周转率	0.87	0.79	0.62	0.56
长期投资	0.00	-0.03	-0.01	-0.02	应收账款周转率	3.51	3.43	3.52	3.49
其他	-2.76	-3.23	-5.29	-7.67	应付账款周转率	12.04	7.89	9.81	9.92
筹资活动现金流	-10.75	9.92	1.71	-0.60	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	-10.00	6.67	-1.11	-1.48	每股收益 (最新摊薄)	0.60	0.81	1.10	1.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.40	0.70	0.73	1.29
其他	-0.75	3.25	2.82	0.88	每股净资产 (最新摊薄)	2.02	2.82	3.92	5.37
现金净增加额	22.05	77.50	-128.39	127.88	<b>估值比率</b>				
					P/E	69.55	0.00	0.00	0.00
<b>重要财务指标</b>					P/B	20.62	0.00	0.00	0.00
单位:百万元					EV/EBITDA	56.78	-1.57	-0.04	-0.85
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	永续增长率	3.00%		WACC	10.39%
营业收入	147.52	184.40	221.28	265.53	终值	2682.88		Ke	10.60%
同比 (%)	42.98%	25.00%	20.00%	20.00%	企业价值	3799.30		Kd	5.31%
归属母公司净利润	53.77	72.70	99.12	130.21	非核心资产价值	141.92		t	13.80%
同比 (%)	44.30%	35.21%	36.33%	31.36%	债务价值	9.32		Rf	4.00%
毛利率 (%)	94.88%	93.00%	93.87%	93.92%	股权价值	3931.87		Rm	10.00%
ROE (%)	29.64%	28.61%	28.06%	26.94%	股本	101.00		Rm-Rf	6.00%
每股收益 (元)	0.45	0.60	0.82	1.08	每股价值	38.93		Beta	1.10
P/E	69.55	0.00	0.00	0.00					
P/B	20.62	0.00	0.00	0.00					
EV/EBITDA	56.78	-1.57	-0.04	-0.85					

资料来源:wind 天风证券研究所

## 7 重要声明

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，天风证券有限责任公司（以下简称“天风证券”）的经营经营范围包括证券投资咨询业务，经营证券业务许可证编号：Z19935000。

本报告版权归天风证券所有，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、复印件或复制品，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“天风证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于天风证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但天风证券及其研究人员不保证该信息的准确性和完整性。对由于该等问题产生的一切责任，天风证券不作出任何担保。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，在不发出事先通知的情况下，可能会进行调整。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。收件人亦不会因为收到本报告而成为天风证券的客户。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。天风证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。天风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，天风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，天风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。投资者应当考虑到天风证券及其关联机构或个人可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

## 8 天风证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数15%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~15%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%~15%
	卖出	未来6个月内跑输沪深300指数15%以上
行业投资评级	强于大市	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	同步大市	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	弱于大市	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

武汉	上海
地址：中国湖北省武汉市江汉区唐家墩32号国贸大厦B座（430024）	上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦22楼（201204）
电话：027-87618889	021-50155650
网址： <a href="http://www.tfzq.com">http://www.tfzq.com</a>	