

**爱建证券有限责任公司  
研究发展总部**

分析师：侯佳林

证书编号：S0820511030002

Tel: 021-32229888-25508

E-mail:houjialin@ajzq.com

**发行上市**

询价区间 15.93-18.88

发行方式 网下询价+网上申购

发行日期 2013年1月8日

**发行数据**

发行前总股本	9000 万股
本次发行股本	3000 万股
发行后总股本	12000 万股

数据来源：公司招股说明书

**发行后股本结构**

主要股东	万股	(%)
我武咨询	6350	52.92
东方富海	874.80	7.29
利合投资	625	5.21
德东和投资	250.20	2.09
王立红	216	1.89

数据来源：公司招股说明书

**基础数据(2013H1)**

每股收益(元)	0.35
每股净资产(元)	2.37
综合毛利率(%)	96
净资产收益率(%)	16
资产负债率(%)	4.75

数据来源：公司招股说明书

**医药生物行业**

证券研究报告 新股询价报告

发布日期：2013年1月6日 星期一

**国内变应原制品行业的代表企业**
**报告要点**

□ **国内变应原制品行业的主要供应商。**公司是国内唯一的变应原脱敏治疗药物的本土生产企业，也是国内唯一能提供舌下含服脱敏药物的企业。在行业中具有产品先发优势。2012年公司的粉尘螨滴剂在国内的市场份额超过了60%，排名第一，成为国内变应原制品的主要供应商。

□ **过敏性治疗市场增长迅速，脱敏药物需求大。**2008-2012年，我国过敏性疾病用药市场复合增长率为18.51%，2012年总体市场规模为126.18亿元，同比增长17.72%。脱敏治疗是目前唯一可以影响过敏性疾病自然进程的对因治疗方法，2000-2010年全球脱敏药物市场规模年均增长8%。其中，舌下含服脱敏药物年平均增长率为16%。2012年，全球脱敏治疗药物市场规模为8.45亿欧元。根据CFDA的研究数据，2008-2012年我国尘螨脱敏治疗药物市场年复合增长率为40.78%，2015年有望达到13.70亿元。

□ **公司具有产品与技术优势。**相对于皮下注射的方式，舌下含服是国际上比较推荐的治疗方式，其安全性更高且无需低温保存。公司在变应原活性检测方法、检测用标准技术、制品常温保存技术以及种子培养技术等方面已构建了技术标准与领先优势。未来2-3年公司舌下含服脱敏治疗领域出现的直接竞争对手较小。

□ **新市场、新产品，为未来业绩奠定基础。**公司现已在全国26个省、自治区、直辖市以及3个军区药品集中采购中中标。目前产品已覆盖至全国660家医院，并正积极拓展海外市场。同时，公司还有多个产品仍处于不同的研发阶段，未来新产品的上市与新市场的拓展将使公司在过敏性疾病诊断和治疗领域形成完整的产品体系，为未来业绩增长奠定基础。

□ **合理估值区间：15.93-18.88元。**公司作为国内脱敏药物制品的代表企业，未来市场的增长空间广阔，尤其是在儿童用要领域具备较强的需求基础。随着公司产能与营销体系的建设完善，以及适用于北方的黄花蒿粉脱敏药物的GMP认证完成，对于公司业绩将有积极意义。我们预测公司13-15年摊薄后每股收益分别为0.59元、0.75元、0.90元，参照可比类公司所对应的市盈率区间在27-倍，合理估值区间在15.93-18.88元。

**表1 主要财务数据摘要**

单位:百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	147.52	198.00	254.00	316.00
增长率(%)	42.98%	34.22%	28.79%	23.92%
归属母公司股东净利润	53.77	71.29	90.55	110.96
增长率(%)	44.30%	32.58%	27.02%	22.54%
每股收益(EPS)	0.45	0.59	0.75	0.92
净资产收益率(ROE)	33.93%	27.93%	14.56%	15.06%

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部

## 一、公司介绍

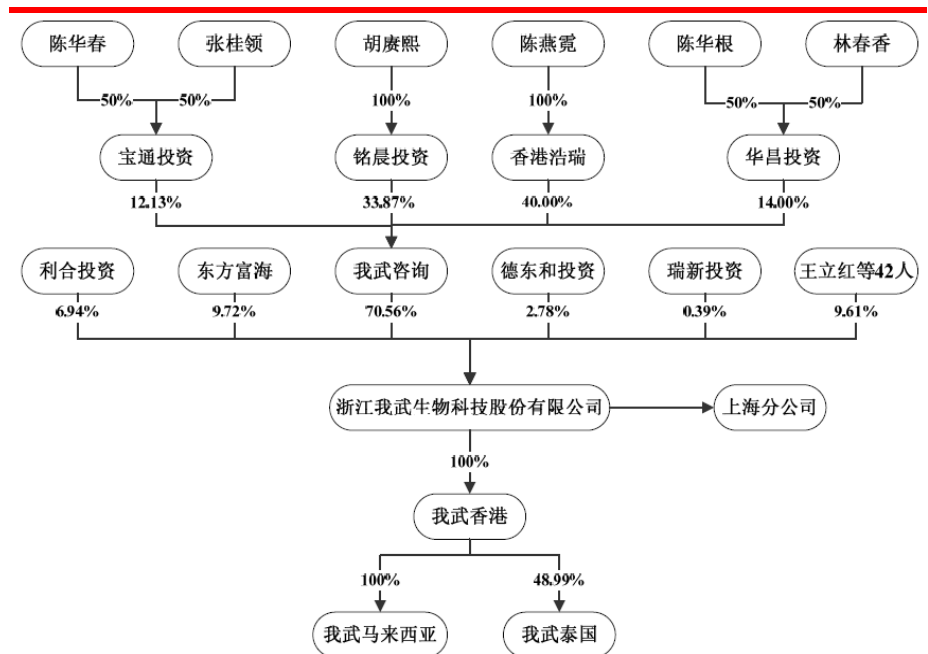
### 1.1 公司基本情况

公司是一家研发、生产和销售生物医药类产品的高新技术企业，前身为浙江我武生物科技有限公司，成立于2002年9月，主要产品研发方向为用于诊断和治疗过敏性疾病的变应原制品。2009年公司获得了高新技术企业证书，12年又通过了复审，有效期为3年。自成立以来，公司一直致力于创新药、特别是变应原制品的研究和开发，开发了“粉尘螨滴剂”、“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”、“黄花蒿粉滴剂”、“皮炎诊断贴剂”等多个诊断和治疗过敏疾病的产品。

### 1.2 公司股权结构

公司控股股东为我武咨询，成立于2004年12月16日，注册资本为3312.50万元。目前持有公司6360万股，占发行总股份的70.56%。公司的实际控制人为胡庚熙和陈燕霓，两人为夫妻关系，直接持有铭晨投资、香港浩瑞各100%股权，间接控制公司70.56%的股份。

图1 公司股权结构示意图



资料来源：公司招股说明书

### 1.3 发行后股权变化

公司本次发行前总股本为9000万股，本次拟发行3000万股人民币普通股，发行完成后公司总股本为12000万股，占发行后公司总股本的比例将不低于25%。

**表2 公司前十位股东发行前后持股变化**

股东名称	持股数(股)	股权比例(%)	持股数(股)	股权比例(%)
我武咨询	63,500,040	70.5556	63,500,040	52.9167
东方富海	8,748,000	9.72	8,748,000	7.29
利合投资	6,249,960	6.9444	6,249,960	5.2083
德东和投资	2,502,000	2.7800	2,502,000	2.0850
王立红	2,160,000	2.4000	2,160,000	1.8000
陈健辉	1,834,470	2.0383	1,834,470	1.5287
王新华	810,000	0.90	810,000	0.675
张露	720,000	0.80	720,000	0.60
张建成	698,670	0.7763	698,670	0.5822
李勤	360,000	0.40	360,000	0.30

资料来源：公司招股说明书

### 1.4 公司销售模式

医药行业的销售模式一般为由药品生产企业销售给药品流通企业，再由药品流通企业销售给医院或药店，最后销售给患者。目前公司的销售主要采用买断式经销方式，结算方式主要为电汇、银行转账和银行承兑汇票等。同时，公司的主要客户为各地的商业公司，包括国药控股、上药集团、广州医药等。

此外，公司还会根据客户的资质与信誉度确定客户的信用期和信用额度，信用期主要有45天、60天、90天、120天等几类，其中多数客户信用期为90天，少数经销商客户受其客户类别及其销售医院回款速度的影响信用期分别为45天、60天、120天等。

## 二、变应原制品行业市场情况

### 2.1 国内变应原制品行业的发展

我国变应原制品的开发与应用始于上世纪 50 年代，但仅限于国内少数几家医院研制的皮下注射医院制剂。2002年，上海旭东海普药业有限公司生产的粉尘螨注射液与上海复旦复华药业有限公司生产的粉尘螨注射液由上海地方标准转国家标准。2003年3月，SFDA颁布了《变态反应原制品质量控制技术指导原则》，这

是我国首部对变应原制品质量控制的技术性指导文件。2006年，公司研制的舌下含服脱敏药物“粉尘螨滴剂”获得SFDA批准，进入市场。

## 2.2 行业竞争格局现状

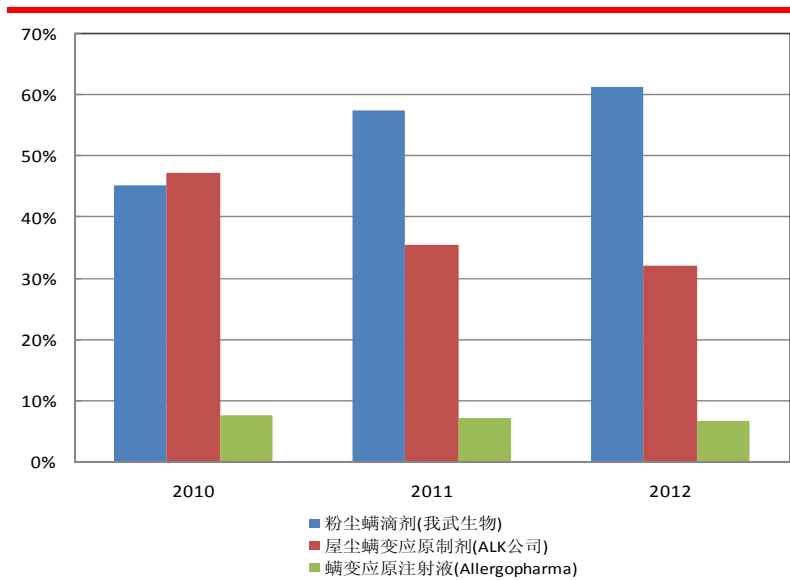
据 SFDA 的披露，目前SFDA批准的可以在我国上市销售的治疗用变应原制品包括公司生产的“粉尘螨滴剂”（畅迪）、丹麦ALK-Abello公司生产的“屋尘螨变应原制剂”（安脱达）、德国Allergopharma公司生产的“螨变应原注射液”（阿罗格）。同时，SFDA批准的可以在我国上市销售的变应原体内诊断产品有公司生产的“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”（畅点）、丹麦ALK-Abello公司生产的“螨变应原皮肤点刺试剂盒”（安刺）。其中，公司生产的“粉尘螨滴剂”为舌下含服脱敏药物，而丹麦ALK-Abello公司生产的“屋尘螨变应原制剂”和德国Allergopharma公司生产的“螨变应原注射液”为皮下注射脱敏药物。

## 2.3 行业主要企业及市场份额

目前在国内市场，公司提供的为舌下含服脱敏药物，而ALK公司和Allergopharma公司提供皮下注射脱敏药物。

根据CFDA南方所《2008-2012年过敏性疾病用药市场查询报告》，在变应原制品行业，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。

图2 近三年公司尘螨脱敏治疗药市占率情况



资料来源：公司招股说明书

## 2.4 行业市场供求状况及变动

目前过敏性疾病被 WHO 列为二十一世纪重点防治的三大疾病之一，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。随着社会工业化程度的提高，过敏性疾病的患病率也将持续上升，我国的过敏性疾病用药总体市场以较快速度发展，2008-2012年复合增长速度为18.51%。2012年总体市场规模达到126.18亿元，同比增长17.72%

过敏性疾病用药主要分为对症治疗药物和变应原脱敏治疗药物。对症治疗药物能够暂时缓解过敏症状，但无法从根本上降低或消除患者对过敏原的敏感性，脱敏治疗则是可能改变过敏性疾病自然进程的对因治疗方法。

2000-2010年，全球脱敏治疗药物市场规模年平均增长率为8%，其中舌下含服脱敏药物为其主要增长动力，年平均增长率为16%，市场占有率从25%增长到47%。2012年，全球脱敏治疗药物市场销售规模为8.45亿欧元。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，年复合增长速度为40.78%。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，而作为对因治疗方法的舌下含服脱敏疗法，有望形成一个新的市场。

图3 近年我国过敏性疾病用药市场销售规模

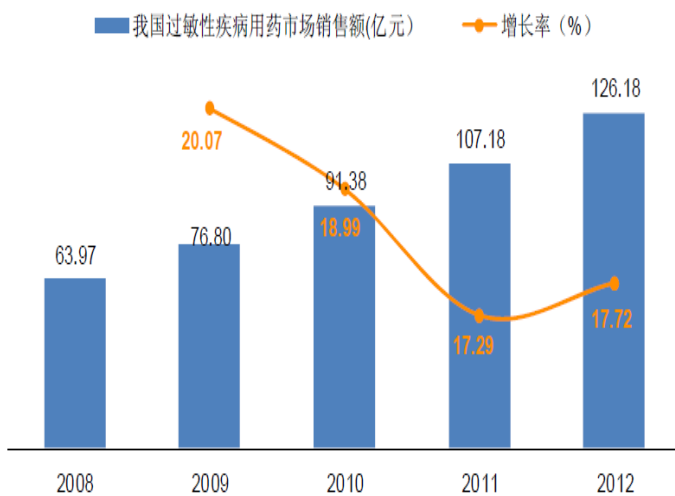
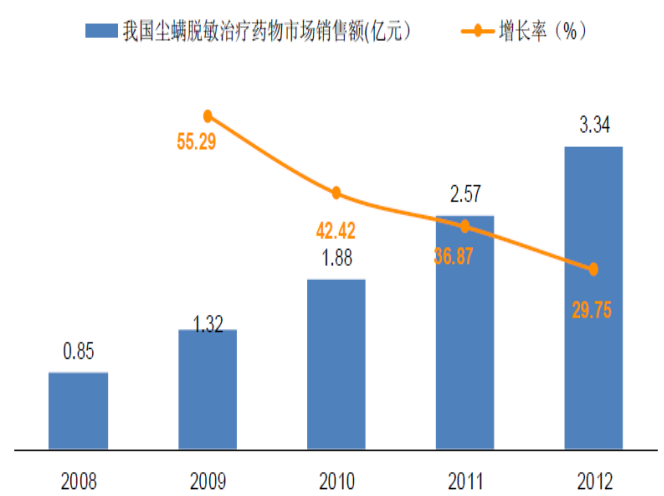


图4 近年我国尘螨脱敏治疗药物市场规模



资料来源：公司招股说明书

## 三、公司主营业务情况

### 3.1 公司主要产品

公司主要产品包括“粉尘螨滴剂”和“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”，均属于变应原制品。

“粉尘螨滴剂”属于治疗用生物制品，主要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”根据蛋白浓度由低到高分1号、2号、3号、4号和5号，共5个规格，分别用于脱敏治疗的初始治疗和维持治疗阶段。

“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”属于体内诊断用生物制品，用于点刺试验，辅助诊断因粉尘螨致敏引起的 I 型变态反应性疾病，包括粉尘螨点刺液、阳性对照和阴性对照。

图5 公司粉尘螨滴剂及粉尘螨滴剂测试剂



资料来源：公司招股说明书

### 3.2 公司营销网络

自“粉尘螨滴剂”于2006年获准上市以来，公司已基本建立了涵盖全国省级城市的营销网络，主导产品“粉尘螨滴剂”已在全国近30个省、自治区、直辖市的数百家大中型医院开始销售，在省、市级医院得到初步推广。华南地区和华东地区一直是公司产品最主要销售区域，其中2010年、2011年、2012年及2013年1-6月，华南地区销售收入占公司营业收入的比例分别为44.53%、40.16%、42.05%和44.21%；同期华东地区销售收入占公司营业收入的比例则分别为28.14%、27.42%、26.85%和25.24%。

“粉尘螨滴剂”在各地区的销售额首先受当地患病率的影响，其次当地医学界的变态反应学基础、省级医疗机构药品集中采购工作的开展情况、公司在该地区的学术推广投入程度和当地经济发展水平也是重要的影响因素。广东省因其患病率较高、当地医学界的变态反应学基础较好、经济发展水平较高，同时公司产品于2007年在广东省药品集中采购中中标，因此公司在华南地区的销售业绩比较突出。



目前公司已在国内26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，这将为公司产品在国内市场的全面推广奠定了坚实的基础。

### 3.3 公司盈利情况

2010年-2013中期，公司营业收入和利润均呈快速上升趋势。主营业务收入分别为5903.77万元、10310.36万元、14751.73万元和8764.90万元，2011年、2012年分别比上年增长73.91%、42.98%。2010-2012年，公司营业收入的复合增长率达57.69%。营业收入增长主要源于公司产品技术含量及市场地位、有效的学术营销以及对医生与患者的教育推广。

2010年-2013年中期，公司净利润分别为1840.59万元、3726.47万元、5376.92万元和8414.18万元，2011年、2012年同比上年分别增长102.46%、44.29%，而公司的综合毛利分别为90.41%、93.73%、94.88%和96%，呈稳定增长趋势，主要是由于公司营业收入快速增长而成本得以较好控制。同时，公司的主要产品在生产过程中所使用的原材料成本较少，人工及折旧等相对固定的成本在成本构成中所占比重较大，人工及折旧的发生额相对固定，因此在产销量逐年提高的情况下，其单位产品收入中所占的比重也逐年下滑，也使得公司毛利率逐年上升。

**表3 近年公司主要盈利指标情况**

指标	2010年	2011年	2012年	2013年H1
毛利率	90.41%	93.73%	94.88%	96%
净利率	31.02%	36.12%	36.45%	35.96%
净资产收益率	15.20%	34.17%	34.81%	16%
主营收入增长率	58.60%	73.91%	42.98%	-
净利润增长率	75.07%	102.46%	44.29%	-

资料来源：公司招股说明书

## 四、公司主要竞争优势

### 4.1 舌下含服产品的优势

公司主导产品“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，是一种可能改变过敏性疾病自然进程的对因治疗药物。

过敏性疾病的药物治疗可分为对症治疗与对因治疗。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。脱敏治疗是一种对因治疗，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，使得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，且停药后具有长期疗效，并可预防过敏性疾病的发展。

脱敏治疗主要有皮下注射和舌下含服两种给药方式。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。公司主导产品“粉尘螨滴剂”为舌下含服脱敏药物。目前国内尚未有其他CFDA认可的舌下含服脱敏药物获准上市，具有产品先行优势。

**表4 公司主要产品获奖情况**

序号	时间	产品/项目	奖励 /荣誉	颁发单位
1	2004年12月	粉尘螨滴剂	浙江省省级新产品	浙江省经济和信息化委员会
2	2005年11月	粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	浙江省省级新产品	浙江省经济和信息化委员会
3	2006年	粉尘螨滴剂项目	高技术产业化示范工程	国家发展和改革委员会
4	2006年12月	粉尘螨滴剂	浙江省高新技术产品	浙江省科学技术厅
5	2009年6月	粉尘螨滴剂(畅迪)开发	科技部科技型中小企业技术创新基金项目	科学技术部科技型中小企业技术创新基金管理中心
6	2010年4月	粉尘螨滴剂(畅迪)开发	浙江省科学技术成果	浙江省科学技术厅
7	2011年	粉尘螨滴剂(畅迪)开发	浙江省科学技术奖(二等奖)	浙江省人民政府
8	2011年6月	尘螨合剂	省级工业新产品	浙江省经济和信息化委员会
9	2011年6月	户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	省级工业新产品	浙江省经济和信息化委员会
10	2012年12月	畅迪	湖州市著名商标	湖州市工商行政管理局

资料来源：公司招股说明书

## 2、公司技术和研发优势

公司的研发团队专业从事变应原制品的研究开发，其核心技术人员均从事相应的生物医药技术领域多年。公司在变应原制品领域取得了一系列核心技术，并已获授权国内发明专利10项、国内实用新型专利1项、欧洲专利1项、美国专利1项和日本专利1项，正在申请国内发明专利4项。

公司现有核心技术包括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“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。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，增加了患者携带和使用的方便性。

公司对核心技术和产品实施知识产权保护策略。不仅对核心技术实施积极的国内专利保护，也根据实际情况择机申请国际性专利保护，同时对各产品的配方和制备技术实施国内防御性专利保护。

## 3、产品营销优势

公司产品已在全国近30个省、自治区、直辖市进行了推广销售，主要产品“粉尘螨滴剂”在大多数省级医疗机构药品集中采购中中标，销售网络已初步进入到



全国大多数省级城市和部分地县级城市。

公司生产销售的变应原制品主要用于脱敏治疗，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。公司已经初步建立了由营销团队组织策划、组织实施与委托实施相结合的学术推广模式，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；推进过敏性疾病专家队伍建设；通过逐级逐层的培训提高医生对公司产品的认知；协助医院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。

## 五、募集资金投向项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过3,000万股，占发行后总股本的比例不低于25.00%，实际募集资金扣除发行费用后的净额为[]万元，全部用于公司主营业务相关的项目。

**表5 公司三项募投项目情况**

项目名称	投资总额 (万元)	第一年投资额 (万元)	第二年投资额度 (万元)
年产300万支粉尘螨滴剂技术改造项目	11,427.52	5,530.24	5,897.28
变应原研发中心技术改造项目	4,429.32	1,431.42	2,997.90
营销网络扩建及信息化建设项目	3,095.61	2,713.21	382.40

资料来源：公司招股说明书

### 5.1 粉尘螨滴剂技术改造项目

随着产品销售的不断增长，公司产品“粉尘螨滴剂”的现有产能已经不能满足市场的需求，需要增加新的生产线来提高公司产能。

本项目为年产300万支“粉尘螨滴剂”技术改造项目，总投资为11427.52万元，其中建设投资为10535.14万元，铺底流动资金为892.38万元。项目达产后，“粉尘螨滴剂”每年产能将新增300万支。项目建设周期为26个月，预计年均销售收入为21375万元，年均总成本费用为14668.88万元，年均所得税后利润为4759.97万元，内部收益率为34.23%，投资利润率为46.98%。

### 5.2 变应原研发中心技术改造项目

变应原制品行业与其他生物医药行业一样，是一个技术不断更新、市场快速发展的行业。作为一个创新型的生物高技术企业，为了保持在本领域中的技术领先地位，早日打开国际市场，公司必须加大研发的规模和投入，不仅完成已有的在研项目和产品，还需要为公司长远的发展考虑，建设更加专业的研发设施，建

立更加稳定高效的研发机制，以发展更新颖、完善的产品。

本项目“变应原研发中心技术改造项目”为公司五大中心部分之一。建设周期为18个月，项目总投资为4429.32万元，其中建设投资为4129.32万元，铺底流动资金为300万元。

### 5.3 营销网络扩建及信息化建设项目

公司本次募投项目“营销网络扩建及信息化建设项目”将在全国建立四个大区办事处，在全国建立21个省级办事处和40个地级办事机构，在全国100个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。项目总投资为3095.61万元，其中营销网络投资为2522.01万元，信息化建设投资为573.60万元，建设周期为3年。

## 六、主要风险

- 公司主导产品“粉尘螨滴剂”是营业收入的主要来源，占营业收入的比重较大，存在主导产品集中的风险。
- 由于“黄花蒿粉滴剂”在临床试验阶段，公司现有主导产品销售存在季节性 & 区域性风险。
- 公司新药产品开发所需的周期长，投入大，不可预测的因素多，存在新产品开发风险。

## 七、盈利预测及估值

### 7.1 主要假设

- (1) 公司主营产品价格平稳，毛利率处于稳定状态
- (2) 募投项目进展顺利，预计2015年开始投产

### 7.2 盈利预测

综合上述分析，我们认为公司作为国内脱敏药物行业的代表企业，未来市场的增长空间依旧广阔，尤其是在儿童用药领域具备较强的需求基础。随着公司产能与营销体系的建设完善，以及适用于北方的黄花蒿粉脱敏药物的GMP认证完成，对于公司的业绩将有积极的意义。我们预测公司13-15年摊薄后每股收益分别为0.59元、0.75元、0.92元。由于国内A股还未有主营为相关细分行业的医药生物公司，通过对比相仿的医药生物类公司，目前我们预测的13年公司每股票收益所对应的市盈率区间在27-32倍。同时，考虑到今年政策对民生医药的支持仍不会改变，以及公司存在的扩张潜能，我们认为公司合理估值区间在15.93-18.88元。

**表 6 国内可比公司估值情况**

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE		
			2012A	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
002022.SZ	科华生物	16.82	0.49	0.61	0.75	0.91	27.79	22.44	18.48
002030.SZ	达安基因	15.01	0.22	0.32	0.38	0.47	46.91	39.50	32.10
300009.SZ	安科生物	17.24	0.39	0.40	0.52	0.66	43.60	33.15	26.12
300294.SZ	博雅生物	51.10	1.06	1.09	1.34	1.62	46.93	38.13	31.54
算术平均	-	30.22	0.54	0.61	0.77	1.00	41.31	33.31	27.06

数据来源：WIND, 爱建证券研究发展总部 (截止日期 2014 年 1 月 3 日)

**表 7 公司财务预测 (单位:百万元)**

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	38.67	59.95	82.10	384.08	386.13	营业收入	103.18	147.52	198.00	254.00	316.00
应收和预付款项	48.37	65.76	90.10	107.72	129.12	减: 营业成本	6.47	7.56	8.00	10.00	13.00
存货	4.62	5.04	7.21	7.60	9.05	营业税金及附加	1.80	2.44	3.27	4.22	5.22
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	37.80	55.93	75.15	96.78	119.93
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	14.74	20.39	26.00	34.00	43.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.31	-0.13	1.70	2.10	2.75
固定资产和在建工程	36.61	38.73	43.42	101.11	160.81	资产减值损失	0.88	0.96	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	14.58	16.20	37.46	52.73	68.99	加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.30	0.65	0.65	0.65	0.65	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	143.15	186.32	260.94	653.89	754.75	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	41.17	60.36	83.88	106.90	132.10
应付和预收款项	2.88	3.17	10.85	14.70	12.64	加: 其他非经营损益	2.76	3.04	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	43.93	63.40	83.88	106.90	132.10
其他负债	2.66	1.77	1.77	1.77	1.77	减: 所得税	6.67	9.63	12.58	16.34	21.13
<b>负债合计</b>	15.54	4.94	12.62	16.47	14.41	<b>净利润</b>	37.26	53.77	71.30	90.56	110.97
股本	90.00	90.00	90	120	120	减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
资本公积	0.33	0.33	0.33	260	260	<b>归属母公司股东净利润</b>	37.26	53.77	71.29	90.55	110.96
留存收益	37.25	91.03	165.57	252.09	361.33						
<b>归属母公司股东权益</b>	127.58	181.36	248.32	637.42	740.34						
少数股东权益	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>股东权益合计</b>	127.58	181.36	248.31	637.41	740.33	EBITDA	47.41	66.51	92.62	118.05	143.89
负债和股东权益合计	143.15	186.32	260.93	653.88	754.74	净利润	37.26	53.77	74.54	97.51	121.25
						EPS	0.31	0.45	0.59	0.75	0.92
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROA	29.21%	29.65%	31.22%	15.93%	16.81%
经营性现金净流量	19.20	41.23	48.10	82.71	94.57	ROE	30.88%	33.93%	27.93%	14.56%	15.06%
投资性现金净流量	-4.03	-7.25	5.13	-71.20	-91.56						
筹资性现金净流量	-0.54	-11.87	1.21	300.10	1.45						
<b>现金流量净额</b>	14.63	22.11	54.44	311.61	4.46						

数据来源：WIND, 爱建证券研究发展总部

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

## 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

## 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com