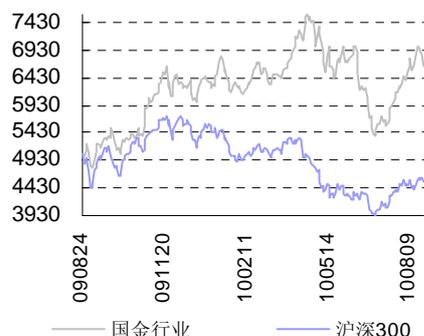


专注于软袋细分市场，维持领先优势

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	13.99
发行 A 股数量(百万股)	53.60
总股本(百万股)	213.60
国金化学制药指数	6638.40
沪深 300 指数	2898.33



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.310	0.380	0.416	0.594	0.822
每股净资产(元)	1.47	1.96	5.58	6.11	6.94
每股经营性现金流(元)	0.38	0.24	0.54	0.57	0.76
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	36.07	64.09	64.09	64.09	64.09
净利润增长率(%)	36.00%	30.88%	46.23%	42.70%	38.50%
净资产收益率(%)	21.01%	19.36%	7.46%	9.71%	11.85%
总股本(百万股)	150.00	160.00	213.60	213.60	213.60

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

- 华仁药业是大输液行业非 PVC 软袋细分市场的领跑者，目前公司非 PVC 软袋产能 1 亿袋，在软袋细分市场销量排名前五。
 - 公司去年的软袋输液销量 6400 万袋，过去三年复合增速 40.95%；销售收入 2.89 亿元，过去三年复合增长 33.81%；净利润 6076 万元，过去三年复合增长 33.41%。
 - 公司目前生产的输液产品集中在普通输液领域。2009 年，公司普通输液产品的销售收入为 2.88 亿元，营业收入占比 91.57%，治疗性输液产品的营业收入占比 7.11%。
- 公司的非 PVC 软袋产品全部是双管双阀型，是国内该类型产品最早的生产商之一。该类型产品因为与传统非 PVC 软袋相比，可以减少交叉感染的概率，获得了国家政策支持。在多个省份得以区别于一般非 PVC 软袋单独招标，获得了较高的定价。
 - 由于公司的产品上市较早，凭借较高的产品定价，公司采用直销的模式进入高端医院，因此公司的输液毛利率较竞争对手要高约 10 个百分点。
 - 公司凭借先发优势，不断强化自身在双管双阀型产品上的优势，自主开发了新型连接管口盖（SPC 组合盖），大幅降低了成本。同时也在积极开展包膜的引进工作，希望维持成本领先优势。
- 公司此次募集资金，主要用于非 PVC 软袋的扩产，以及两个上游产品 SPC 组合盖项目和非 PVC 输液包装膜项目。我们认为募集资金项目符合公司的发展战略：强化优势产品的领先优势（提高治疗性输液比重）、向上游拓展强化成本领先优势（解决包膜的国产化问题）。
- 我们认为目前两年双管双阀型非 PVC 软袋受益于产品的升级换代，需求仍然旺盛。我们预测公司未来三年销售收入 30% 的复合增速。核心假设是公司产品单价逐年下降（竞争加剧、代理比重增加）、假设单位产品成本逐年下降（规模优势、模材的国产化）。
- 我们预测公司 2010 年、2011 年、2012 年全面摊薄后 EPS 为 0.42 元、0.59 元、0.82 元，三年复合增速 40%。我们建议给予 2010 年 35 倍的估值，合理价位在 15 元以上。

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130210050004

黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130208070242

李龙俊 分析师 SAC 执业编号：S1130210080003

内容目录

公司是大输液非 PVC 软袋细分市场的领跑者	4
公司专注于非 PVC 软袋输液市场.....	4
公司非 PVC 软袋输液经营业绩稳步上升.....	5
公司销售起步于直销，未来增量靠代理.....	6
公司战略解析：差异化、降成本、研新药	7
战略一：持续利用非 PVC 双管双阀型软袋的差异化优势.....	7
战略二：向产业链上游延伸，降低生产成本	9
战略三：向治疗性输液新产品研发突破.....	10
募集资金项目分析：产能扩张+上游延伸.....	11
盈利预测与估值.....	12
风险提示	12
附录：公司股权结构	13
附录：三张报表预测摘要	14

图表目录

图表 1：公司专注于双管双阀非 PVC 软袋输液.....	4
图表 2：我国非 PVC 软袋市场份额图	4
图表 3：我国非 PVC 软袋销售量排序	4
图表 4：公司过去三年销售收入及增长率	5
图表 5：公司过去三年净利润及增长率.....	5
图表 6：公司销售收入按品类统计	5
图表 7：公司毛利率逐年提升统计	6
图表 8：公司产品均价统计.....	6
图表 9：公司销售区域统计.....	7
图表 10：华北地区优势明显，东南沿海快速扩张	7
图表 11：公司两种销售模式销售增速统计	7
图表 12：传统非 PVC 软袋与双管双阀型非 PVC 软袋比较.....	8
图表 13：主要输液企业非 PVC 软袋价格比较.....	8
图表 14：主要输液企业产品毛利率比较.....	8
图表 15：公司对双管双阀型软袋的改进工作持续	9
图表 16：公司成本构成分解.....	10
图表 17：公司在研项目统计	10
图表 18：2009 年销售收入构成.....	11

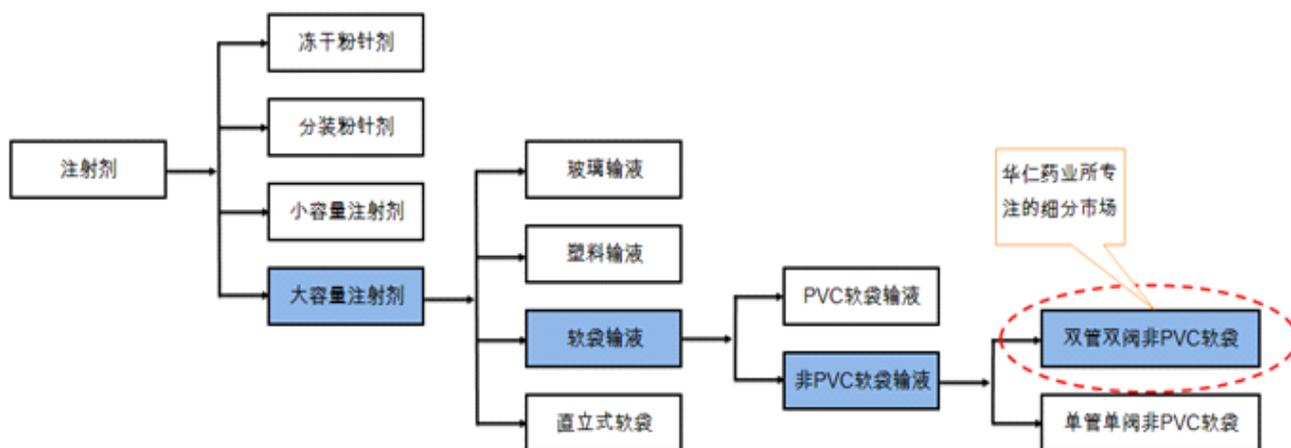
图表 19：2015 年销售收入规划.....	11
图表 20：公司募集资金项目	11
图表 21：公司募集资金项目与现有业务的关系	12
图表 22：公司输液产品盈利预测假设	12
图表 23：公司股权结构图	13

公司是大输液非 PVC 软袋细分市场的领跑者

公司专注于非 PVC 软袋输液市场

- 华仁药业专注于非 PVC 软袋输液的制造与销售。非 PVC 软袋输液是大容量注射剂的一个细分产品，十五规划期间被列入我国医药行业重点发展项目，是大输液行业产品升级的主要方向之一。公司生产的双管双阀型非 PVC 大输液是非 PVC 软袋输液当中的高端产品。

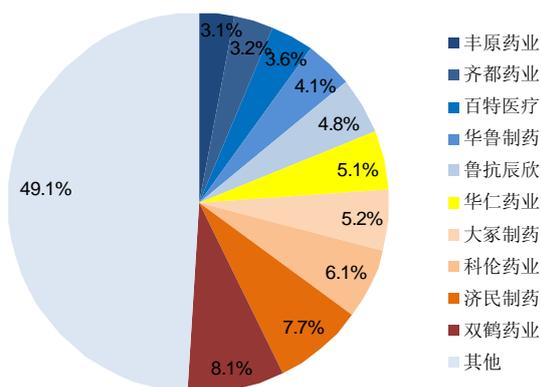
图1：公司专注于双管双阀非 PVC 软袋输液



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司是国内首批专业生产双管双阀型非 PVC 软袋输液厂家。自 1998 年从德国引进了三条非 PVC 软袋输液生产线至今，公司已投产三个制造车间，拥有国内最大的非 PVC 软袋输液单体工厂，年产能达 10000 万袋。
- 华仁药业的输液产品在我国华东各省的高端市场具有稳固的地位。2008 年公司在非 PVC 软袋大输液市场占有率为 5.06%，排名第五位。

图2：我国非 PVC 软袋市场份额图



来源：招股说明书，国金证券研究所，以上是 2008 年数据

图3：我国非 PVC 软袋销售量排序

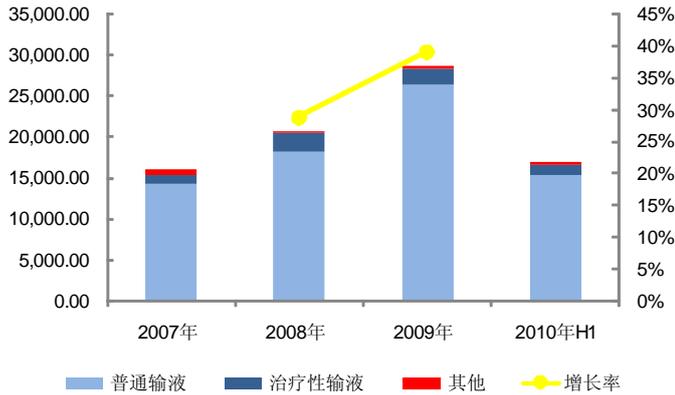
	2006	2007	2008	CAGR 06-08
双鹤药业	4825	3870	6920	19.8%
济民制药	2500	5800	6500	61.2%
科伦药业	2060	4650	5150	58.1%
大家制药	1900	3000	4450	53.0%
华仁药业	2300	3200	4300	36.7%
鲁抗辰欣	1160	2500	4040	86.6%
华鲁制药	1490	1940	3500	53.3%
百特医疗	3030	3460	3100	1.1%
齐都药业	1050	2130	2740	61.5%
丰原药业	1900	2350	2600	17.0%

- 公司目前拥有基础性输液、治疗性输液和营养性输液共计 25 个品种、57 个规格的产品群。
 - 基础性输液共 8 个品种 33 个规格、治疗性输液共 15 个品种 22 个规格、营养性输液 2 个品种 2 个规格。
 - 公司有 10 个品种的 37 个规格产品被纳入国家基本药物目录；21 个品种的 50 个规格被纳入国家医保目录。

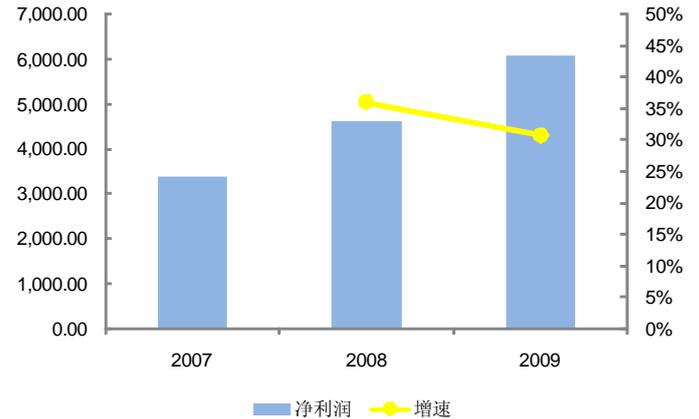
公司非 PVC 软袋输液经营业绩稳步上升

- 得益于公司在非 PVC 领域的先入优势，以及后续不断的技术创新、在营销方面的积极开拓与规范管理，公司非 PVC 软袋输液销量逐年稳步上升，营业收入、毛利总额均保持稳定增长态势。
 - 2009 年公司非 PVC 软袋销量 6407 万袋，2007 年到 2009 年复合增速 40.95%。
 - 2009 年公司销售收入 28854.66 万元，过去三年复合增长 33.81%；实现净利润 6076.64 万元，过去三年复合增长 33.41%。

图表4：公司过去三年销售收入及增长率



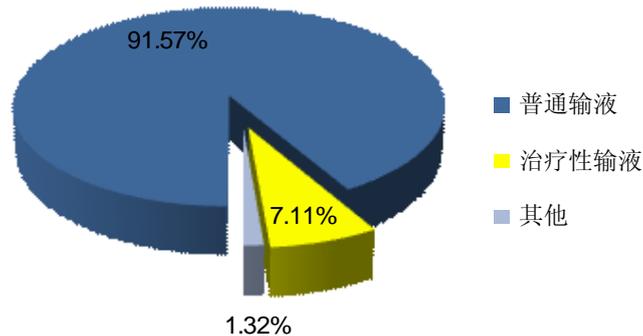
图表5：公司过去三年净利润及增长率



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司生产的输液产品集中在普通输液领域。2009 年，公司普通输液产品的销售收入为 28812 万元；营业收入占比 91.57%，年复合增长 35.9%；治疗性输液产品的营业收入占比 7.11%，年复合增长 38.4%。

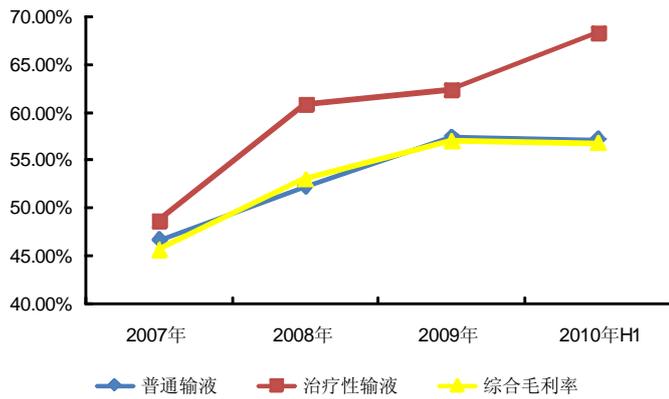
图表6：公司销售收入按品类统计



来源：招股说明书，国金证券研究所

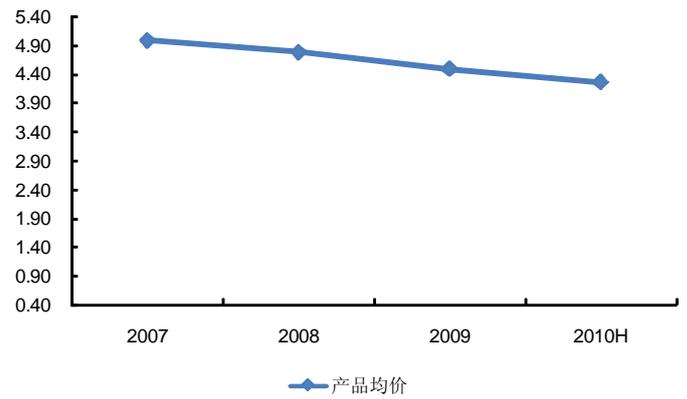
- 公司综合毛利率总体呈上升趋势。虽然公司的单价持续呈下降趋势，但受益于成本下降，公司输液产品的毛利率逐年上升，从 2007 年度的 46.63% 上升到 2010 年 1-6 月份的 57.17%。

图表7：公司毛利率逐年提升统计



来源：招股说明书，国金证券研究所

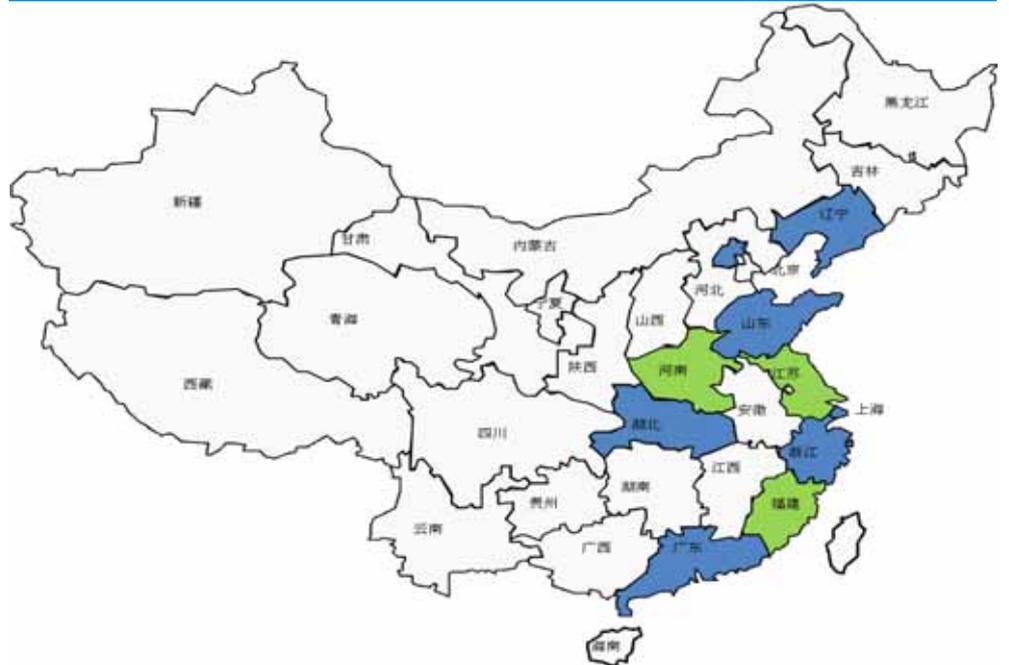
图表8：公司产品均价统计



公司销售起步于直销，未来增量靠代理

- 目前公司产品销往 26 个省、直辖市 330 余家医院（其中 70 余家三级医院）和 400 余家医药公司等优质客户，是国家和军队战略储备药品中软袋输液定点生产企业。
- 公司在销售策略上实行以直销为主，代理为辅的混合模式。其中华北地区以直销模式为主，南方地区以代理商模式为主。随着近年来南方地区市场的拓展，公司直销模式销售收入占比逐年下降。
 - 公司在青岛、山东、北京、大连、杭州、武汉、广州及上海设有 8 个销售中心，并在厦门、郑州、南京设有办事处。
 - 山东、青岛、北京、大连等华北地区是公司产品的主要销售区域，采用直销模式，销售收入复合增长 16.8%。

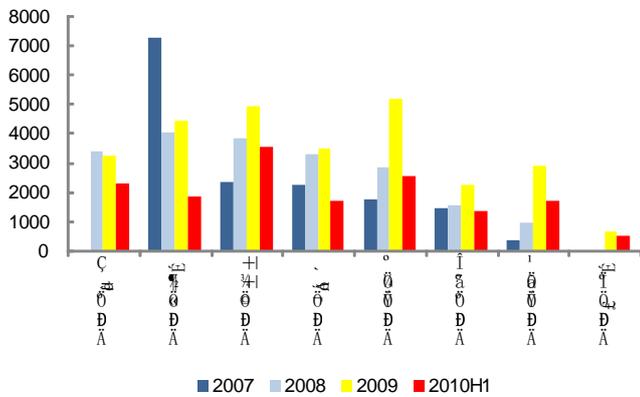
图表9：公司销售区域统计



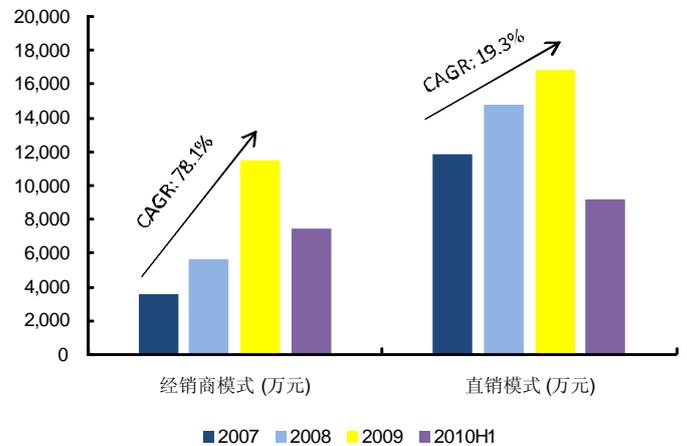
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 目前，公司着力拓展南方重点市场，在杭州、武汉、广州、上海建立销售中心，主要采用代理销售模式。南方各中心近年来收入迅速增长，三年复合增长 75.7%，成为公司业绩的新增长点。

图表10：华北地区优势明显，东南沿海快速扩张



图表11：公司两种销售模式销售增速统计



来源：国金证券研究所

公司战略解析：差异化、降成本、研新药

战略一：持续利用非 PVC 双管双阀型软袋的差异化优势

- 公司是国内最早的三家双管双阀非 PVC 软袋的生产商之一，有市场先入优势。公司目前生产的非 PVC 软袋输液全部为双管双阀型，这种产品与传统软袋产品相比优势在于：
 - 传统的软袋输液：使用单管单阀工艺生产，每袋输液只有一根输液管塞，加药口和输液口均使用同一根输液管塞，多次穿刺后容易产生交叉感染、塞子掉屑等情况。

- 双管双阀型软袋：公司开发的双管双阀工艺将加药口和输液口分开、专口专用，避免了交叉感染。

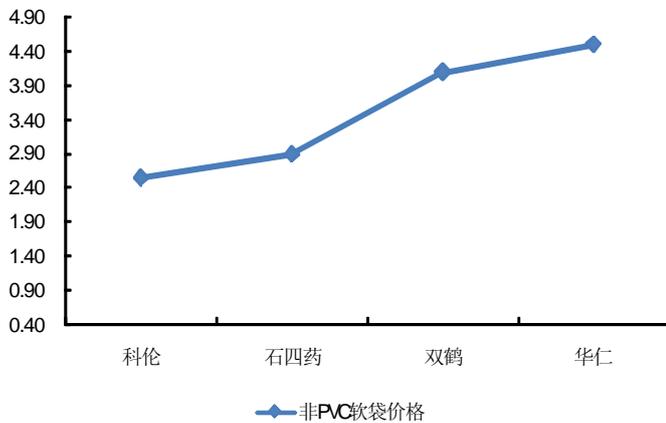
图表12：传统非PVC软袋与双管双阀型非PVC软袋比较

比较项目	双管双阀系统	单管单阀系统	说明
管口口径的大小	口径小，灌装时减少污染机会	口径大，灌装时污染机会大	安全性能不同
丁基胶塞的厚度	胶塞厚度适中，插输液管时不易掉屑	胶塞很厚，插输液管时易掉屑	掉屑为不溶性微粒，易使病人产生热原样反应和心血管疾病
管口的专用性	加药管和输注管分开，专口专用，加药时输注管没有暴露在空气中，避免二次污染	加药和输注同管，加药时输注点暴露在空气中易被污染	插输注管时空气、细菌、病毒容易在已污染的输注点进入药液中
输液过程中加药的方便程度	可以通过加药管进行，方便，药物的浓度不会过高，安全	加药和输注同管，不方便，过高浓度的药物直接进入病人体内，损害大	过高的药物浓度损害大
发展趋势	双管双阀在欧美许多国家、韩国等都在使用这种包装方式，适合临床需要，安全方便。	单管单阀主要在日本生产使用较多，这种包装成本相对较低、生产工艺简单。	由于双管双阀产品使用的安全性及方便性，而被广泛认可。

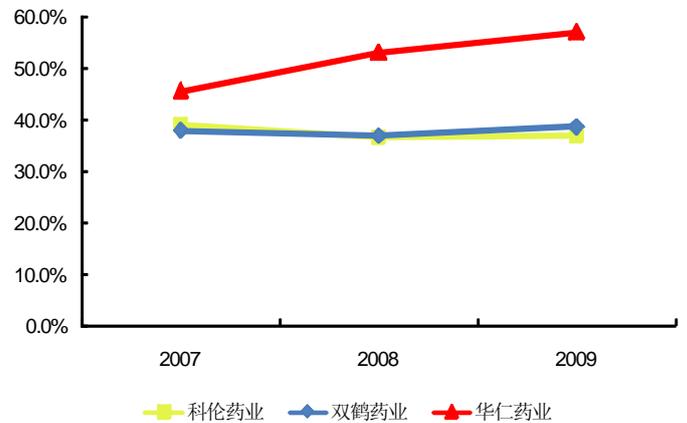
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 目前国家在行业标准、市场定价等方面对软袋双阀输液产品提供了较大幅度的政策性支持，根据 2009 年《国家发展改革委关于公布国家基本药物零售指导价的通知》文件中规定，软袋双阀输液产品（公司产品均为此类）暂按原定价格执行，未降低售价，因此具有明显价格优势。
- 据我们统计，目前已有山西、辽宁、天津、吉林、云南、新疆将双管双阀，或者软袋双阀输液单列招标，此举减少竞争，大大增加了公司产品的中标机会，也获得了较高的价格。

图表13：主要输液企业非PVC软袋价格比较



图表14：主要输液企业产品毛利率比较



来源：国金证券研究所

- 由于产品能够获得高定价，公司产品可以定位高端输液市场，通过差异化创新产品的研发和生产，增加产品的附加值。未来公司会继续针对这一产品，继续研发，维持领先优势。目前公司已经取得的创新有：
 - 公司自主研发的无菌包装工艺很好的解决了在一些对无菌标准要求较高的治疗场合由于输液袋自带的细菌给手术或者治疗带来风险，受到大医院的欢迎。
 - 公司发明的新型连接管口盖（SPC 组合盖）于 2006 年取得了实用新型专利和外观设计专利，该产品由公司全资子公司华仁塑胶生产，可显著降低成本。

- 公司自行研发的“多室挤压即配塑料输液软袋”可以使一组药液通过多室袋结构包装在一个输液袋中，在临床使用时大大缩短配置时间，对操作环境无洁净要求，方便使用。

图表15：公司对双管双阀型软袋的改进工作持续

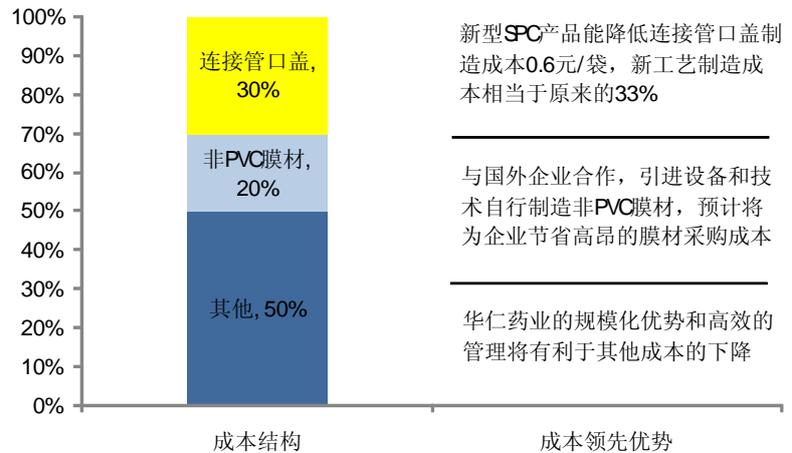
核心技术	技术来源	创新方式	主要创新点及应用效果	技术水平及成熟程度
新型连接口管盖	自主研发	原始创新	实现连接口管盖的国产化，降低单袋输液成本26%左右	成熟技术 国内先进
双管双阀生产工艺	自主研发	消化吸收再创新	很多地市在药品招标中已经将“双管双阀非PVC软袋输液”单列作为一个标的，区别于“非PVC软袋输液”，减少竞争对手，大大增加了公司产品的中标机会。	成熟技术 国内先进
无菌包装工艺	自主研发	消化吸收再创新	传统输液无法做到无菌包装，无菌包装输液可以做到不用消毒，直接用于手术室，使用方便，很受大医院欢迎。	成熟技术 国内先进

来源：招股说明书，国金证券研究所

战略二：向产业链上游延伸，降低生产成本

- 在公司非PVC软袋输液的生产成本中，膜材成本占比约为20%左右，连接口管盖成本占比约为30%左右。公司通过向产业链上游延伸，自行生产合格的膜材及公司具有自主专利的新式连接口管，将有效降低生产成本。
 - 国内非PVC软袋输液包装膜材市场仍然主要被德国普尼希利公司和韩国E.SAENG公司等国际膜材生产企业占据。公司目前使用的非PVC软袋输液包装膜材即主要通过这两家公司进口，价格较高。
 - 公司在从事非PVC软袋输液生产过程中，掌握了部分软袋输液用非PVC膜材的质量控制指标。同时，公司拟向加拿大AlphaMarathon Technologies Inc.（阿尔法薄膜技术公司）引进设备、技术和配方的一揽子合作方式实施本项目。非PVC输液包装膜材工艺技术合作将实现包装膜材的国产化，提高公司上游采购的控制力，并降低成本。
 - 公司全资子公司华仁塑胶研发制造的新型连接管口盖（SPC组合盖）可以降低生产成本约每袋0.6元。本次募投资项目实施完成后华仁塑胶的新型连接口管盖生产能力将达到3亿套（1.5亿袋），全部配套公司非PVC软袋输液产品所需。

图表16：公司成本构成分解



来源：招股说明书，国金证券研究所

战略三：向治疗性输液新产品研发突破

- 公司一直以不断的产品创新和研发突破作为竞争优势的来源。公司将以液体制剂为中心点，推进治疗性输液产品的研发与市场开拓。目前，公司已成功研发血液滤过置换液等 17 种治疗性、营养性输液。
 - 公司在研项目包括：多器官移植用器官保存液、强化性营养支持疗法用脂肪乳剂液、透析冲洗用生理氯化钠溶液该产品附加值高，且对工艺要求较高，具备较高的市场门槛。
 - 2009 年至 2011 年，公司将着力推进肾科液体制剂的研发与推广。公司的肾科液体制剂包括：目前已经上市销售的 3000 毫升生理盐水、血液滤过置换液和已经进入申报阶段的腹膜透析液、进入研发阶段的器官移植保护液等。其中，腹膜透析液共计 10 个品规预计于 2010 年 8-10 月份获得药品批准证书、于 2010 年下半年上市销售。

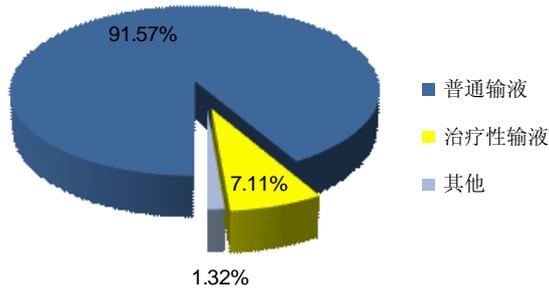
图表17：公司在研项目统计

序号	项目名称	进展情况
1	强化性营养支持疗法用脂肪乳剂中试研究	产品试制阶段，样品已经生产，已上报国家食品药品监督管理局申报生产批件。
2	代血浆制剂产品的研制	产品设计阶段，已完成处方筛选，准备进行工艺优化试验。
3	多器官移植用器官保存液的开发	临床研究阶段
4	手术用冲洗液	产品试制阶段
5	透析冲洗用生理氯化钠溶液	产品试制阶段

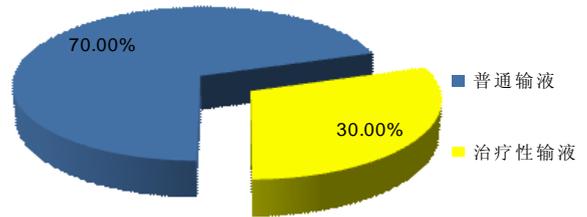
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司计划 2012 年销售收入达到 75000 万元，其中治疗性输液品种和营养性输液品种收入达到 17000 万元，占营业收入比例达到 20%，争取五年内治疗性输液品种销售收入公司营业收入的比例达到 30%。

图表18：2009年销售收入构成



图表19：2015年销售收入规划



来源：国金证券研究所

募集资金项目分析：产能扩张+上游延伸

- 公司本次募集资金将主要用于非 PVC 软袋的扩产，以及两个上游产品 SPC 组合盖项目以及非 PVC 输液包装膜项目。符合我们前文对公司发展战略的阐述。

图表20：公司募集资金项目

序号	项目名称	建设期	拟投资额 (万元)	使用募资金额 (万元)
1	非PVC软包装大输液二期项目	18个月	22,153	22,153
2	SPC组合盖项目	12个月	6,203	6,203
3	非PVC输液包装膜项目	18个月	5,255	5,255
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

- 公司将利用本次募集资金新增 5000 万袋普通输液和 500 万袋血液滤过置换液产能。项目建成后，公司的设计产能将达到 1.55 亿袋。
- 血液滤过置换液：血液滤过置换液是复方制剂，是血液滤过疗法的专用置换药。主要用于治疗急、慢性肾功能衰竭和由中大分子潴留引起的神经系统、心包及骨骼病变等疾病。截至 2009 年 10 月底，仅有包括华仁在内的 3 家药品生产企业取得了血液滤过置换液的药品注册批件。公司从 2008 年开始生产和销售血液滤过置换液，当年实现销售 15256 袋，2009 年实现销售 72070 袋。而目前市场需求预计超过 5000 万袋。本项目达产后，将形成年产 500 万袋血液滤过置换液产能，将满足不到 10%的国内市场需求量。
- SPC 组合盖配：新型连接口管盖（SPC 组合盖）项目将新增的 2.2 亿套 SPC 产品，将完全用于配套公司自产的非 PVC 软袋输液生产需求。2007 年公司子公司华仁塑胶取得了“药品包装用材料和容器注册证（类）”。目前，华仁塑胶具备年产 8000 万套新型连接口管盖的生产能力，可配套公司 4000 万袋非 PVC 软袋输液生产需求。公司拟通过对华仁塑胶增资的方式，由华仁塑胶新建 SPC 生产线，本项目实施完成后华仁塑胶的新型连接口管盖生产能力将达到 3 亿套（1.5 亿袋）。

- 非 PVC 软袋输液包装膜材：公司将通过国际技术合作实现非 PVC 软袋输液包装膜材的国产化生产，拟增加非 PVC 软袋膜材产能 1000 吨，满足公司 1.55 亿瓶软袋产品的生产所用。

图表21：公司募集资金项目与现有业务的关系

序号	项目名称	与现有业务的关系
1	非PVC软包装大输液三期项目	拟增加非PVC软袋输液5,500万袋（基础性输液5,000万袋、血液滤过置换液500万袋）的生产能力。
2	SPC组合盖项目	拟增加输液软袋配套用连接口管盖2.2亿套。达产后，可满足1.1亿袋非PVC软袋输液生产所需，完全配套公司自产非PVC软袋输液产能。
3	非PVC输液包装膜材项目	拟增加非PVC输液软袋用膜材1,000吨。达产后，可满足1.55亿袋非PVC软袋输液生产所需，完全配套公司自产非PVC软袋输液产能。
4	其他与主营业务相关的营运资金	将有利于改善公司现有的资产负债结构，提高资产的流动性，有利于公司进一步抓住市场机会，扩大生产规模，提高市场占有率。

来源：招股说明书，国金证券研究所

盈利预测与估值

- 根据公司的产能扩张计划，结合目前两年双管双阀型非 PVC 软袋受益于产品的升级换代，需求仍然旺盛。我们预测公司未来三年销售收入保证 30% 的复合增速。
 - 考虑到新进入者增多可能导致竞争激烈，从而导致产品价格下降；考虑到公司持续开拓新的市场，代理模式比重增加导致平均价格下降，我们预测公司传统输液单价逐年下降。
 - 考虑到公司在 SPC 组合盖、包膜等上游产品的投入，以及规模扩大带来的成本优势，我们假设公司的单位成本逐年下降。
- 其他财务指标根据历史情况维稳，财务费用考虑潜在的超募资金大幅下降。
- 综上所述我们预测公司 2010 年、2011 年、2012 年全面摊薄后 EPS 为 0.42 元、0.59 元、0.82 元，三年复合增速 40%。我们建议给予 2010 年 35 倍的估值，合理价位在 15 元以上。

图表22：公司输液产品盈利预测假设

人民币百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销量	3224.00	4320.00	6407.06	9200.00	12350.00	16700.00
单价	5.00	4.80	4.50	4.27	4.12	3.83
主营业务收入	161.14	207.57	288.54	392.79	508.43	640.29
增长率 %		28.8%	39.0%	36.1%	29.4%	25.9%
营业成本	87.69	97.63	123.98	167.72	216.21	264.29
毛利	73.45	109.94	164.56	225.07	292.22	375.99
毛利率 %	45.6%	53.0%	57.0%	57.3%	57.5%	58.7%

来源：国金证券研究所

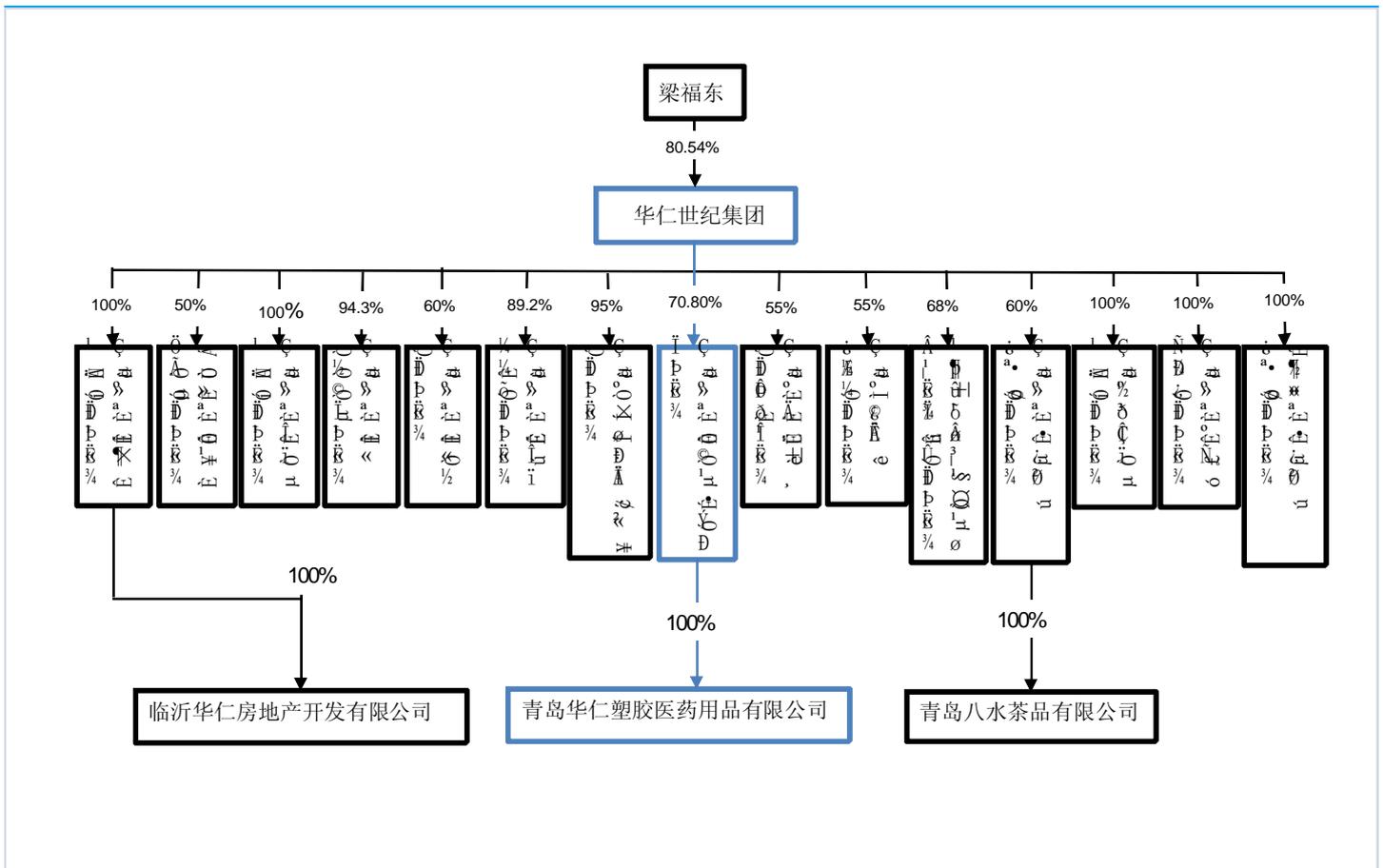
风险提示

- 公司目前最大的优势是在于专注于双管双阀型非 PVC 软袋的生产销售。由于双管双阀大输液在招标定价上受到保护，国内主要输液企业开发了类似产品希望分享双管双阀蛋糕。据不完全统计，目前国内有 18 家企业有能力生产“双管双阀”或“双阀”输液，丰厚的利润正吸引跟随者持续进入。新进入者的进入可能导致竞争加剧。
- 公司未来新增销售将更大的依赖于代理模式，因此价格的下降可能持续是个趋势。如果成本的下降不能弥补，毛利率有下降的风险。

附录：公司股权结构

- 梁福东为公司的实际控制人。梁福东先生持有华仁世纪集团 80.54%的股权，华仁世纪集团目前持有公司 70.80%的股份。本次发行不超过 5360 万股股票后，华仁世纪集团仍持有公司不低于 53.03%的股份。

图表23：公司股权结构图



来源：招股说明书，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	161	208	289	393	508	640
增长率		28.8%	39.0%	36.1%	29.4%	25.9%
主营业务成本	-88	-98	-124	-168	-216	-264
% 销售收入	54.4%	47.0%	42.9%	42.7%	42.5%	41.3%
毛利	73	110	165	225	292	376
% 销售收入	45.6%	53.0%	57.1%	57.3%	57.5%	58.7%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-3	-4	-4
% 销售收入	1.0%	1.1%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-10	-29	-55	-73	-92	-115
% 销售收入	6.4%	13.8%	19.0%	18.5%	18.0%	18.0%
管理费用	-12	-16	-17	-27	-36	-42
% 销售收入	7.7%	7.8%	6.1%	7.0%	7.0%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	49	63	90	122	162	215
% 销售收入	30.6%	30.3%	31.2%	31.1%	31.8%	33.5%
财务费用	-9	-9	-12	-15	-10	-5
% 销售收入	5.6%	4.2%	4.3%	3.9%	2.0%	0.8%
资产减值损失	-3	0	-3	-2	-2	-2
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	37	54	75	105	150	208
营业利润率	22.8%	26.2%	25.9%	26.8%	29.5%	32.5%
营业外收支	4	1	2	1	1	1
税前利润	41	56	76	106	151	209
利润率	25.5%	26.9%	26.5%	27.1%	29.7%	32.7%
所得税	-7	-9	-16	-18	-24	-33
所得税率	16.8%	16.8%	20.5%	16.5%	16.0%	16.0%
净利润	34	46	61	89	127	176
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	34	46	61	89	127	176
净利率	21.2%	22.4%	21.1%	22.6%	24.9%	27.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	34	46	61	89	127	176
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	16	13	22	28	33	39
非经营收益	8	9	11	23	25	17
营运资金变动	-50	-11	-56	-24	-63	-69
经营活动现金净流	8	57	39	116	122	163
资本开支	-9	-131	-97	-212	-208	-109
投资	0	-10	0	-1	0	0
其他	0	0	1	0	0	0
投资活动现金净流	-9	-141	-97	-213	-208	-109
股权募资	0	0	32	789	-13	0
债权募资	19	114	21	104	25	-135
其他	-16	4	-16	-24	-26	-18
筹资活动现金净流	3	119	37	869	-14	-154
现金净流量	2	35	-21	772	-100	-100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	13	49	28	800	700	600
应收款项	116	110	151	175	225	283
存货	24	27	48	51	65	80
其他流动资产	9	14	44	61	78	95
流动资产	162	200	272	1,086	1,068	1,057
% 总资产	44.9%	39.3%	42.7%	66.3%	59.5%	56.9%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	181	290	346	521	691	754
% 总资产	49.9%	57.1%	54.4%	31.9%	38.5%	40.6%
无形资产	18	17	17	26	35	44
非流动资产	200	308	364	551	728	801
% 总资产	55.1%	60.7%	57.3%	33.7%	40.5%	43.1%
资产总计	362	507	636	1,637	1,796	1,857
短期借款	135	169	210	314	339	202
应付款项	34	31	40	58	75	92
其他流动负债	8	6	12	13	16	21
流动负债	177	206	262	385	430	315
长期贷款	0	80	60	60	60	61
其他长期负债	1	0	0	0	0	0
负债	178	286	322	445	490	376
普通股股东权益	185	221	314	1,192	1,306	1,482
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	362	507	636	1,637	1,796	1,857

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	0.310	0.380	0.416	0.594	0.822
每股净资产	1.231	1.474	1.961	5.579	6.114	6.936
每股经营现金净流	0.051	0.382	0.241	0.543	0.569	0.761
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.49%	21.01%	19.36%	7.46%	9.71%	11.85%
总资产收益率	9.43%	9.15%	9.56%	5.43%	7.06%	9.46%
投入资本收益率	12.84%	11.15%	12.27%	6.52%	7.96%	10.33%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	28.81%	39.01%	36.13%	29.44%	25.93%
EBIT增长率	N/A	27.70%	43.20%	35.55%	32.24%	32.86%
净利润增长率	N/A	36.00%	30.88%	46.23%	42.70%	38.50%
总资产增长率	N/A	40.08%	25.32%	157.41%	9.73%	3.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	97.0	166.3	149.1	150.0	150.0	150.0
存货周转天数	51.0	96.4	111.0	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	27.4	64.9	60.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	368.6	286.1	429.9	338.6	311.2	255.1
偿债能力						
净负债/股东权益	65.66%	90.69%	77.19%	-35.75%	-23.08%	-22.72%
EBIT利息保障倍数	5.4	7.2	7.3	8.1	16.0	43.3
资产负债率	49.01%	56.43%	50.64%	27.19%	27.28%	20.23%

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：

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“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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金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。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

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：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室