

# 沃森生物（300142） 生物制品

## —研发驱动型高速增长疫苗生产企业

投资评级

合理估值区间：78-89.5 元

### 投资要点：

1. 沃森生物是专门从事人用疫苗产品研发、生产、销售的生物制药企业，在 13 个疫苗产品的开发研制上取得重要成果，拥有自主研发和自主知识产权的疫苗 Hib 和冻干 A、C 脑膜炎球菌多糖结合疫苗，这两个产品市场占有率排名第二和第一位。
2. 预计 2008-2013 年年复合增长率达 13.1%，到 2013 年市场规模达 130 亿美元以上。我国是世界上第三大疫苗市场，市场空间极其广阔。
3. 公司拥有数量丰富、结构优良的产品储备。Hib 与冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗两个结合疫苗均已上市。另有 2 个产品已经申请新药生产批件，2 个产品完成临床研究，1 个产品获得临床研究批件，5 个产品在申请临床研究；10 个产品进行临床前研究。产品范围覆盖了病毒性疫苗、细菌性疫苗、基因工程疫苗、新型佐剂疫苗、联合疫苗等，形成良好的产品梯队和产品结构。
4. 矩阵式集成研发模式不断提高研发效率和能力，公司在开发数量方面居国内第一位。独特的营销模式和未来产品逐步释放的叠加效应推动公司盈利能力不断增强。

我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 3.34、5.93 和 9.44 亿元，同比增速分别为 39.67%、77.54%和 59.19%；归属母公司股东净利润为 1.34、2.33 和 3.65 亿元，对应每股 EPS 分别是 1.34、2.33 和 3.65 元/股。

考虑到公司高速成长性和很强的盈利能力，我们给予公司 2011 年 35-40 倍 PE，按照 2011 年每股收益 2.33 元计算，公司合理股价 82-93.2 元。

2010 年 10 月 26 日

### 主要数据

发行量（万股）	2500
发行后总股本（万股）	10000
社会公众股占比（%）	25%

### 股东信息

大股东名称	李云春
持股比例	15.05%

### 52 周行情图

### 相关研究报告

### 联系方式

研究员：	王广军/刘斌
职业证书编	S0020210070002
电 话：	021-51097188-1815
电 邮：	wanguangjun@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	（86-21）51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F（200120）

## 第 1 部分 公司概况

沃森生物是专门从事人用疫苗产品研发、生产、销售的生物制药企业，在 13 个疫苗产品的开发研制上取得重要成果，拥有自主研发和自主知识产权的疫苗 Hib 和冻干 A、C 脑膜炎球菌多糖结合疫苗，这两个产品已经投产上市，公司也是国家级高新技术企业。

### 1.1 公司主营产品结构

公司主要产品是自主研发的疫苗 Hib 和冻干 A、C 脑膜炎球菌多糖结合疫苗，代理销售的甲肝和乙肝疫苗已经转让给第三方经营。

2010 年上半年，公司实现主营业务收入 12.7 亿元，其中 Hib 疫苗收入占 81%，其余为流感 AC 疫苗；在毛利构成中，Hib 疫苗占 83%。公司 07-09 年收入年复合增长率 183%，净利润复合增长率 267%。

图 1. 2010 年上半年公司主营收入构成

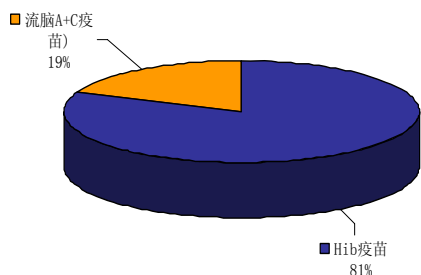
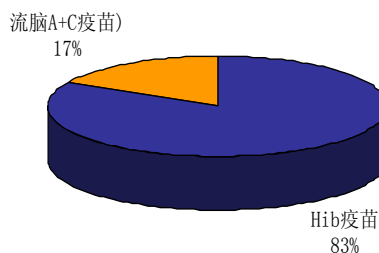


图 2. 2010 年上半年公司毛利构成



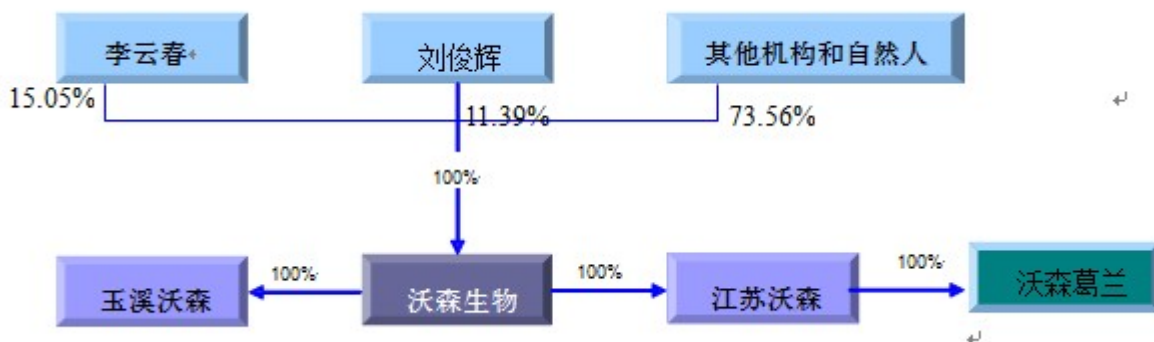
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

### 1.2 公司股权结构

公司前身为 2001 年 8 月成立的沃森生物有限，2009 年 6 月 25 日沃森生物有限整体变更设立沃森生物，目前公司总股本为 7,500 万股，公司本次发行新股 2500 万股，发行后总计股本 1 亿股，公司大股东为李云春，发行后持有公司 15.05% 的股权，公司无实际控制人。

图 3. 公司股权结构图



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

## 第 2 部分 公司分析

### 2.1 行业概况

全球疫苗市场集中度非常高。目前全球被世界卫生组织认定的疫苗生产商约有20 家企业，其中最大的 5 家跨国企业分别是葛兰素史克、赛诺菲—巴斯德、默克、惠氏制药、诺华制药，它们占据了全球约 85%的市场份额。

**表 1 疫苗市场高度集中的原因**

疫苗市场呈高度集中态势的原因	
企业强强联手与并购	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 诺华制药并购凯龙，成为全球第五大疫苗生产企业；</li> <li>■ 2007年4月，阿斯利康（AstraZeneca）宣布收购生物制剂公司MedImmune，MedImmune将使阿斯利康拥有疫苗权，并首次收取来自默克和葛兰素销售 HPV 疫苗（分别是Gardasil和Cervarix）的权利金，并拥有一些处于研发初期的疫苗。</li> <li>■ 2009 年 1 月，辉瑞并购惠氏，涉及金额达到 680 亿美元。这是制药行业 10 年以来的最大收购事件。</li> </ul>
行业门槛高	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 对研究开发能力的高要求及市场规模的限制使许多竞争力较弱的企业退出疫苗生产。</li> <li>■ 疫苗研发周期较长，前期研发投入非常大，如果不具备一定的资金周转能力和抗风险能力，很快就被激烈的市场竞争给淘汰。</li> </ul>

数据来源：国元证券研究中心

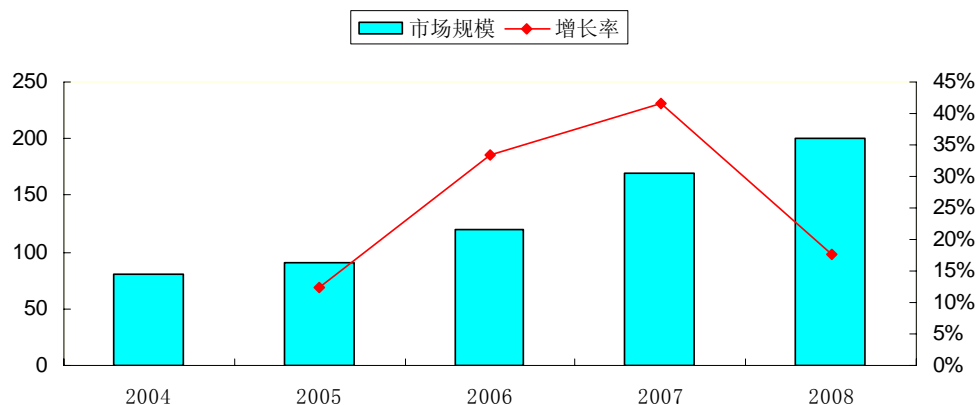
**表2 全球疫苗前五名在华业务开展情况**

公司名称	中国公司成立时间	在华销售的疫苗产品	产品品种合计
葛兰素史克	2001年初	甲型肝炎灭活疫苗，甲、乙型肝炎联合疫苗，水痘减毒活疫苗，麻疹、腮腺炎、风疹减毒活疫苗，Hib疫苗，流行性感冒裂解疫苗，重组（酵母）乙型肝炎疫苗，吸附无细胞百日咳、白喉、破伤风联合疫苗。	8个
赛诺菲巴斯德	1996年	Hib疫苗，23价肺炎球菌多糖疫苗，人用狂犬病纯化疫苗，A群 C群脑膜炎球菌多糖疫苗，流行性感冒病毒裂解疫苗（成人剂量），流行性感冒病毒裂解疫苗（儿童剂量）。	6个
默克	1995年	麻疹、腮腺炎、风疹三联减毒活疫苗，Hib疫苗，23价肺炎球菌多糖疫苗，甲型肝炎纯化灭活疫苗。	4个
惠氏	1991年	7价肺炎球菌结合疫苗。	1个
诺华制药	1997年	亚单位流感疫苗，纯化鸡胚细胞狂犬病疫苗，流感疫苗。	3个

数据来源：国元证券研究中心

2004-2008 年全球疫苗行业年复合增长率约为 28.4%，预计 2008-2013 年年复合增长率达 13.1%，到 2013 年市场规模达 130 亿美元以上。

图 4. 全球疫苗近年市场规模稳步增加



数据来源：国元证券研究中心

## 2.2 中国疫苗发展现状

我国是世界上最大的疫苗生产国之一，拥有疫苗生产企业 30 多家，企业数量在全球排名第一。年产疫苗超过 8 亿人份，是世界第三大疫苗市场。我国疫苗市场由一类疫苗（免疫规划）市场和二类疫苗（自费）市场两部分构成，具体情况如下表。

表3 近三年两类疫苗市场签发情况

疫苗类别	项目	2009 年	2008 年	2007 年
一类疫苗	一类疫苗批签发数量小计（万人份）	64,842.61	64,283.00	33,106.91
	一类疫苗批签发数量占总体批签发数量的比重	80.36%	75.14%	53.63%
二类疫苗	二类疫苗批签发数量小计（万人份）	15,851.20	21,270.09	28,622.80
	二类疫苗批签发数量占总体批签发数量的比重	19.64%	24.86%	46.37%
批签发总量（万人份）		80,693.82	85,553.08	61,729.71
一类疫苗	一类疫苗批签发金额（万元）	460,478.42	200,894.49	72,983.11
	一类疫苗金额占疫苗总批签发金额的比重	38.87%	19.51%	10.61%
二类疫苗	二类疫苗批签发金额（万元）	724,317.60	829,066.86	614,732.22
	二类疫苗金额占疫苗总批签发金额的比重	61.13%	80.49%	89.39%
批签发金额合计（万元）		1,184,796.02	1,029,961.35	687,715.33

数据来源：国元证券研究中心

从我国疫苗企业市场份额看，国有企业在我国一类疫苗市场中处于绝对垄断地位，而发展中的民营企业正在快速崛起，尤其是 2009 年的甲型 H1N1 疫苗主要被民营企业所占据；在二类疫苗市场，民营企业的市场份额已经超过国有企业，民营企业疫苗批签发数量占二类疫苗的份额已由 06 年的 17% 增加到 09 年的 49%，国有企业则由 06 年的 71% 下降到 35%。

表4 近三年国内疫苗市场主要企业市场份额

疫苗类别	主要企业	2009 年	2008 年	2007 年	市场化程度
一类疫苗	国有企业（六大所+昆明所）	83%	95%	95%	基本为 中生集团 垄断
	民营企业	16%	4%	5%	
	外资企业	1%	1%	0%	
	一类疫苗批签发数量占批签发总量的百分比	80%	75%	54%	
二类疫苗	国有企业（六大所+昆明所）	35%	39%	71%	充分竞争
	民营企业	49%	41%	17%	
	外资企业	17%	20%	11%	
	二类疫苗批签发数量占批签发总量的百分比	20%	25%	46%	

数据来源：国元证券研究中心

尽管目前自愿接种二类疫苗的需求量还远少于免疫规划用的一类疫苗，但随着公众对预防的关注度提升，二类疫苗的市场有望快速发展。世卫统计，占全球人口 60% 的亚洲只消耗 13% 的人用疫苗和 20% 的兽用疫苗，我国居民的疫苗接种率还很低，以流感疫苗为例，我国的接种率不到 2%，而欧美发达国家接种率普遍达到了 20%~30%，而加拿大更达到 45% 的接种率，因此我们疫苗市场发展潜力很大。

表 5 两类疫苗市场构成情况

名称	构成	特点
一类疫苗（免疫规划）市场	一类疫苗由政府采购，价格低廉，利润不高，主要针对儿童，由国家免费提供，市场规模稳定	国家定点计划生产，财政统一拨款，集中招标采购，采购数量，随年人口出生人数浮动。
二类疫苗（自费）市场	二类疫苗是指未列入国家免疫范畴的、由消费者自愿选择，自费接种的疫苗，该类疫苗价格相对较高，利润也较高。	20 世纪 90 年代初，以安万特 - 巴斯德为代表的跨国制药企业携带其高品质的疫苗进入我国国内，开辟了我国二类疫苗市场。

数据来源：国元证券研究中心

表格 6 已上市疫苗类公司经营情况

		2009年	2008年	2007年
华兰生物	疫苗产品收入	71,402.19	7,327.43	
	疫苗产品销售成本	10,841.29	2,397.64	

	毛利率 (%)	84.82	67.28 <sub>↑</sub>	
天坛生物 <sub>↑</sub>	疫苗产品收入	72,571.16	60,243.28	43,379.31
	疫苗产品销售成本	22,356.31	18,027.23	12,748.42 <sub>↑</sub>
	毛利率 (%)	69.19% <sub>↑</sub>	70.08	70.61
辽宁成大 <sub>↑</sub>	疫苗产品收入	43,239.90 <sub>↑</sub>	32,264.07 <sub>↑</sub>	39,815.84
	疫苗产品销售成本	5,673.62	3,218.7	3,678.9
	毛利率 (%)	86.88%	90.02 <sub>↑</sub>	90.76 <sub>↑</sub>
智飞生物	疫苗产品收入	604047459.62	590335676.24	492428885.94
	疫苗产品销售成本	188504380.52	214853001.28	207376546.29
	毛利率 (%)	69.79%	63.60%	57.89%

数据来源：国元证券研究中心

## 2.3 公司未来业绩爆发点

在研产品均为高附加值产品且国内缺口极大，预计未来几年将有多个业绩爆发点。

图 5. 矩阵式集成研发模式

疫苗名称	理论需求量	市场缺口
冻干 A、C、W135、Y 群脑膜炎球菌多糖疫苗	6,500	5,000
成人流感裂解疫苗	21,000	19,000
吸附无细胞百白破疫苗	8,000	4,000
重组乙肝疫苗	19,000	8,000
9 价肺炎链球菌结合疫苗（儿童）	3,000	3,000
23 价肺炎链球菌结合疫苗（成人）	7,500	7,200
Hib-吸附无细胞百白破联合疫苗	1,800	1,800
CpG 佐剂增强型乙肝疫苗	1,950	1,950

数据来源：、国元证券研究中心

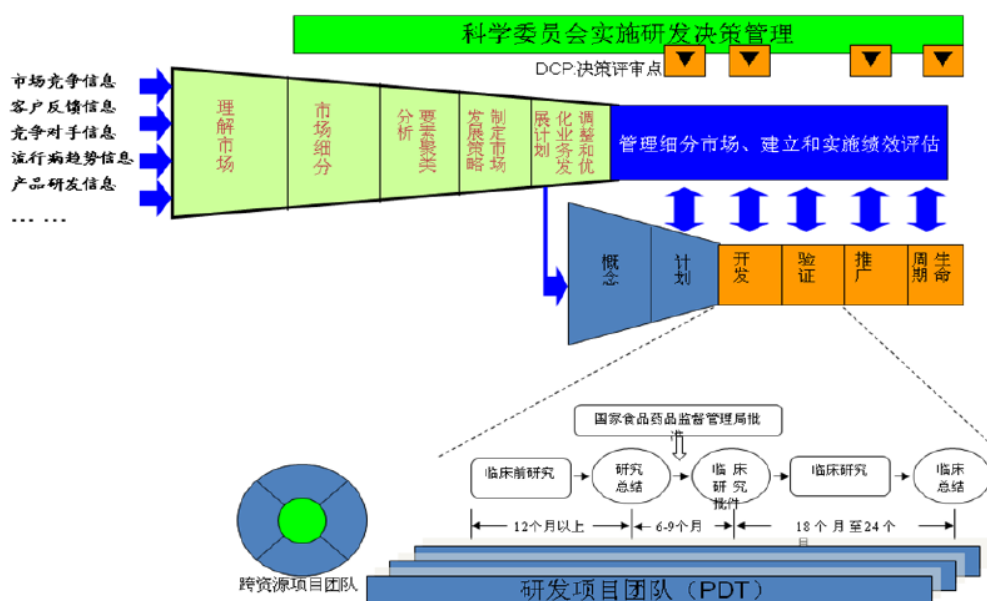
## 2.4 公司竞争优势

### 1) 矩阵式集成研发模式

矩阵研发模式是国外大型制药企业针对医药产品研发周期长、生命周期长、后续产品推出后表现出叠加效应等特点，能充分有效利用公司研发资源，提高研发速度。公司掌握了细菌多糖与蛋白结合的技术，Hib 与冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗两个结合疫苗均已上市。另外公司在新型佐剂疫苗、联合疫苗等方面具有集成优势；在细菌发酵、酵母发酵、二倍体细胞建株、大规模哺乳动物细胞培养疫苗质量标准建立等方面具有丰富的经验；在多糖抗原、重组蛋白抗原、病毒抗原层析纯化以及疫苗质量控制和质量标准研究方面也有丰富的经验和核心技术。

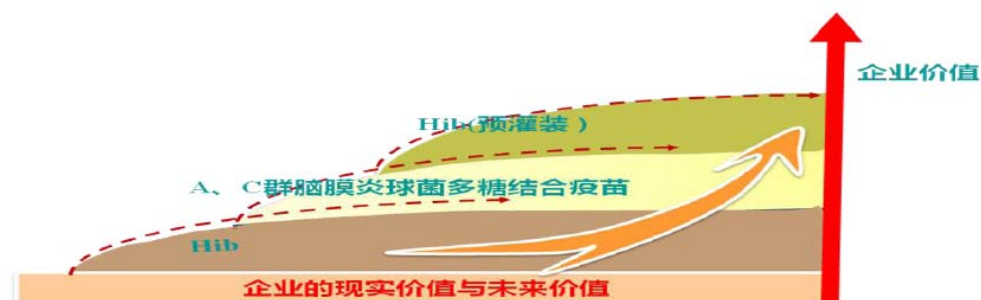
目前，公司在疫苗开发数量方面在国内排名第一。

图 6. 矩阵式集成研发模式



数据来源:、国元证券研究中心

图 7. 产品叠加效应



数据来源:、国元证券研究中心

## 2) 丰厚的疫苗产品储备

公司产品线具有良好的层次，公司在13个疫苗产品的开发研制上取得显著的成果，其中2个产品已经上市销售，2个产品已经申请新药生产批件，2个产品已经完成临床研究，1个产品已经获得临床研究批件、正在进行临床研究，1个产品获得临床研究批件后转让给第三方，5个产品已经申报进行临床研究；另有10余个产品正在进行临床前研究。该等产品涵盖了病毒性疫苗、细菌性疫苗、基因工程疫苗、新型佐剂疫苗、联合疫苗等诸多领域，形成了良好的产品梯队与产品结构。



图 8. 公司产品梯队

名 称	临床 前研 究	申报 临床 研究	获得 临床 批件	临床 总结 报告	申报 生产 批件	获得 生产 批件	获得 GMP 证书	拥有 上市 产品
★ 精制甲型肝炎灭活疫苗 (Vero 细胞)	已将技术转让给上海惠生生物工程有限公司							
* b 型流感嗜血杆菌结合疫苗								
* 冻干 A、C 群脑膜炎球菌多 糖结合疫苗								
* 预灌装包装 b 型流感嗜血杆 菌结合疫苗								
✕ 冻干 A、C、W <sub>135</sub> 、Y 群脑 膜炎球菌多糖疫苗								
✕ 冻干 A、C 群脑膜炎球菌多 糖疫苗								
★ 流行性感病毒裂解疫苗 (儿童/成人)								
◆ 吸附无细胞百白破联合疫苗								
✕ 吸附破伤风疫苗								
⌘ 重组(汉逊酵母)乙肝疫苗								
* 9 价肺炎链球菌结合疫苗								
* 13 价肺炎链球菌结合疫苗								
* 伤寒 Vi、副伤寒结合疫苗								
* 冻干 A、C、W <sub>135</sub> 、Y 群脑 膜炎球菌多糖结合疫苗								
✕ 23 价肺炎链球菌多糖疫苗								
✕ 气管炎疫苗								
❖ PIKA 佐剂喷鼻流感疫苗								
❖ CpG 佐剂增强型乙肝疫苗								
❖ CpG 佐剂增强型狂犬病疫苗								
★ 水痘减毒活疫苗								
◆ 吸附无细胞百白破-b 型流感 嗜血杆菌联合疫苗								
◆ Hib+HBV+吸附无细胞百白 破联合疫苗								
⌘ 重组 HPV 疫苗								
✕ 新二倍体细胞								

★：病毒性疫苗

\*：细菌结合疫苗

✕：细菌性疫苗

◆：联合疫苗

⌘：基因工程疫苗

❖：新型佐剂疫苗

✕：二倍体细胞项目

图 9 未来两年预计上市的疫苗

疫苗名称	目前进展	预计上市时间
冻干 A、C、W <sub>135</sub> 、Y 群脑膜炎球菌多糖疫苗	2009 年 3 月 17 日	2010 年
冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖疫苗	已经申请生产批件	2010 年
吸附无细胞百白破联合疫苗	2008 年 6 月已获临床总结报告	2011 年
流行性感病毒裂解疫苗(儿童/成人)	2008 年 12 月已获临床总结报告	2012 年

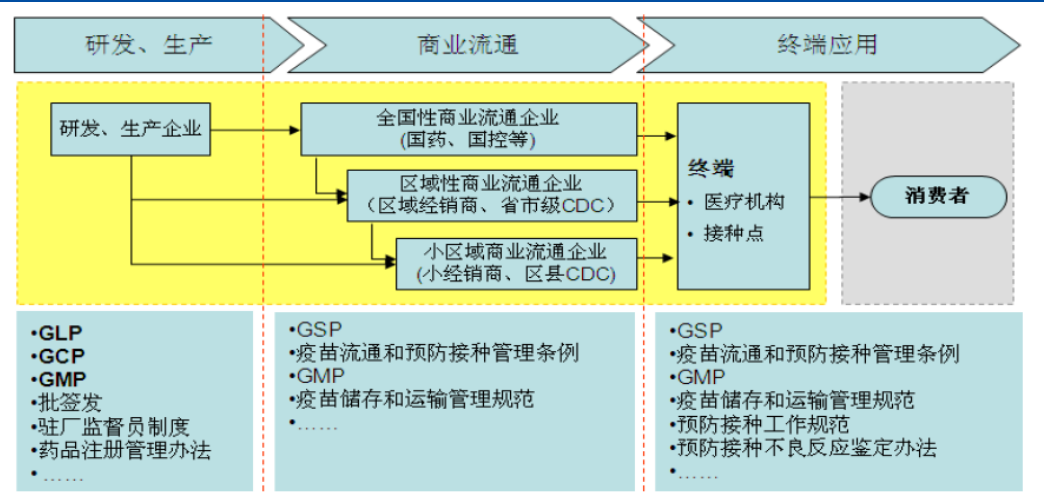


数据来源：国元证券研究中心

### 3) 独特的营销模式

公司采用自营与区域代理商相结合的产品销售模式，通过高水平的学术推广会议、与各级疾控中心合作开展基础预防教育等方式，提高公司疫苗产品影响力。

图 10 疫苗商业流通示意图



数据来源：国元证券研究中心

## 第 3 部分 募投项目

疫苗研发中心扩建项目实施后本公司疫苗研发能力将显著提升，进一步提升公司竞争力。冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗产业化示范工程等——玉溪沃森疫苗产业园二期工程扩建项目、流行性感冒病毒裂解疫苗产业化建设项目实施后，将逐步实施现有已经具备技术可行性的几个产品的产业化，主要产品包括冻干 A、C、W135、Y 群脑膜炎球菌多糖疫苗、冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、吸附无细胞百白破联合疫苗、流行性感冒病毒裂解疫苗（儿童、成人）、吸附无细胞百白破联合疫苗等；该等产品市场前景广阔，未来增长空间较大，该等产品的产业化实施将大幅提升公司经营业绩的成长性。营销网络扩建和品牌建设项目实施后，本公司市场品牌影响力、产品营销能力将进一步加强。信息化建设项目的实施将进一步提升公司管理效率，间接提升公司业务成长性。

表 7. 募投项目名称

序号	项目名称	募集资金（万元）	预计投产时间
1	疫苗研发中心扩建项目	11034.2	2013 年
2	冻干 AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗产业化示范工程	14868	2011 年
3	流感病毒裂解疫苗产业化建设项目	9500.95	2012 年
4	信息化建设项目	2015	2013 年
5	营销网络扩建和品牌建设项目	4100	2011 年
6	其他与主营业务后吸纳各国的营运资金项目		
	合计	41518.5	

数据来源：国元证券研究中心

## 第 4 部分 盈利预测

### 4.1 盈利预测

我们在基于疫苗行业具有极大市场潜力和公司实际生产能力，对公司的各项主营业务的具体假设如下：

表 8. 公司各项主营业务营收情况预测表

		2009A	2010E	2011E	2012E
Hib	销量（万支）	329.26	450	480	500
	单价（支/元）	47.4	49.5	49	48
	收入	156.06	223	235	240
Hib（预灌装）	销量（万支）		70	220	300
	单价（支/元）		64	64	64
	收入		45	141	192
冻干 AC 脑膜炎球菌 多糖结合疫苗	销量（万支）	151.37	200	300	400
	单价（支/元）	21.48	33	33	33
	收入	32.50	66	99	132
ACW135Y 脑膜炎 球菌多糖疫苗	销量（万支）			250	500
	单价（支/元）			37	37
	收入			93	185
冻干 AC 群脑膜炎球 菌多糖疫苗	销量（万支）			500	500
	单价（支/元）			5	5
	收入			25	25
吸附无细胞百白破 联合疫苗	销量（万支）				750
	单价（支/元）				12
	收入				90
流感裂解疫苗	销量（万支）				400
	单价（支/元）				20
	收入				80
收入合计(百万)		188.56	334	593	944

数据来源：国元证券研究中心

在上述假设前提下，通过我们的模型测算出公司 2010-2012 年营业收入分别为 3.34、5.93 和 9.44 亿元，同比增速分别为 39.67%、77.54%和 59.19%；归属母公司股东净利润为 1.34、2.33 和 3.65 亿元，对应每股 EPS 分别是 1.34、2.33 和 3.65 元/股。

### 4.2 估值和投资评级

考虑到公司高速成长性和很强的盈利能力，我们给予公司 2011 年 35-40 倍 PE，按照 2011 年每股收益 2.33 元计算，公司合理股价 82-93.2 元。

表 9 可比公司估值				
代码	公司名称	2010.10.26	2010PE	2011PE
600161	天坛生物	25.19	52.94	45.16
002007	华兰生物	52.78	48.02	32.82
002030	达安基因	14.67	83.5	52.21

00061	长春高新	53.43	77.46	40.79
300122	智飞生物	39.04	67.65	41
600739	辽宁成大	38.73	29.61	20.33
行业均值			59.86	38.71
数据来源: wind、国元证券研究中心				

### 4.3 风险提示

1. 产品单一风险，目前公司仅有两个疫苗上市，如果销售出现波动或新产品不能上市对公司影响较大。
2. 产品质量风险，疫苗产品生产工艺复杂，储藏运输条件要求高，任何环节出现问题都会对公司造成致命影响。
3. 研发失败风险，疫苗产品研发周期长，投入大。如果研发失败或不符合市场要求都会给公司带来很大的风险。

资产负债表					单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	235	323	541	875	<b>营业收入</b>	239	334	570	944	<b>营业收入</b>	239	334	570	944	<b>营业收入</b>	239	334	570	944
现金	80	55	60	62	营业成本	33	32	63	113	营业成本	33	32	63	113	营业成本	33	32	63	113
应收账款	92	130	225	369	营业税金及附加	2	4	7	11	营业税金及附加	2	4	7	11	营业税金及附加	2	4	7	11
其它应收款	1	21	31	47	营业费用	61	84	137	217	营业费用	61	84	137	217	营业费用	61	84	137	217
预付账款	31	5	9	17	管理费用	32	43	80	142	管理费用	32	43	80	142	管理费用	32	43	80	142
存货	23	96	189	339	财务费用	3	6	9	10	财务费用	3	6	9	10	财务费用	3	6	9	10
其他	8	16	27	42	资产减值损失	7	5	5	5	资产减值损失	7	5	5	5	资产减值损失	7	5	5	5
<b>非流动资产</b>	152	229	314	383	公允价值变动收益	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-12	0	0	0	投资净收益	-12	0	0	0	投资净收益	-12	0	0	0
固定资产	91	172	258	328	<b>营业利润</b>	89	160	270	446	<b>营业利润</b>	89	160	270	446	<b>营业利润</b>	89	160	270	446
无形资产	35	35	35	35	营业外收入	5	7	7	7	营业外收入	5	7	7	7	营业外收入	5	7	7	7
其他	26	22	21	20	营业外支出	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	386	553	855	1258	<b>利润总额</b>	94	167	277	453	<b>利润总额</b>	94	167	277	453	<b>利润总额</b>	94	167	277	453
<b>流动负债</b>	104	143	222	260	所得税	18	33	54	88	所得税	18	33	54	88	所得税	18	33	54	88
短期借款	20	27	73	58	<b>净利润</b>	76	134	223	365	<b>净利润</b>	76	134	223	365	<b>净利润</b>	76	134	223	365
应付账款	13	19	38	68	少数股东损益	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他	72	96	111	134	<b>归属母公司净利润</b>	76	134	223	365	<b>归属母公司净利润</b>	76	134	223	365	<b>归属母公司净利润</b>	76	134	223	365
<b>非流动负债</b>	107	102	101	102	EBITDA	92	173	290	472	EBITDA	92	173	290	472	EBITDA	92	173	290	472
长期借款	87	87	87	87	EPS (元)	1.02	1.34	2.23	3.65	EPS (元)	1.02	1.34	2.23	3.65	EPS (元)	1.02	1.34	2.23	3.65
其他	20	14	14	14	<b>主要财务比率</b>					<b>主要财务比率</b>					<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	211	244	323	361	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					<b>成长能力</b>					<b>成长能力</b>				
股本	75	100	100	100	营业收入	29.9%	39.7%	70.7%	65.6%	营业收入	29.9%	39.7%	70.7%	65.6%	营业收入	29.9%	39.7%	70.7%	65.6%
资本公积	3	-22	-22	-22	营业利润	153.6%	79.4%	68.7%	65.4%	营业利润	153.6%	79.4%	68.7%	65.4%	营业利润	153.6%	79.4%	68.7%	65.4%
留存收益	97	231	454	819	归属于母公司净利润	120.0%	75.5%	66.4%	63.7%	归属于母公司净利润	120.0%	75.5%	66.4%	63.7%	归属于母公司净利润	120.0%	75.5%	66.4%	63.7%
归属母公司股东权益	175	309	532	896	<b>获利能力</b>					<b>获利能力</b>					<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	386	553	855	1258	毛利率	86.4%	90.4%	88.9%	88.0%	毛利率	86.4%	90.4%	88.9%	88.0%	毛利率	86.4%	90.4%	88.9%	88.0%
<b>现金流量表</b>					净利率	31.9%	40.1%	39.1%	38.7%	净利率	31.9%	40.1%	39.1%	38.7%	净利率	31.9%	40.1%	39.1%	38.7%
单位: 百万元					ROE	43.7%	43.4%	41.9%	40.7%	ROE	43.7%	43.4%	41.9%	40.7%	ROE	43.7%	43.4%	41.9%	40.7%
<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	ROIC	41.5%	43.5%	43.1%	45.9%	ROIC	41.5%	43.5%	43.1%	45.9%	ROIC	41.5%	43.5%	43.1%	45.9%
<b>经营活动现金流</b>	82	67	62	112	<b>偿债能力</b>					<b>偿债能力</b>					<b>偿债能力</b>				
净利润	76	134	223	365	资产负债率	54.8%	44.2%	37.8%	28.7%	资产负债率	54.8%	44.2%	37.8%	28.7%	资产负债率	54.8%	44.2%	37.8%	28.7%
折旧摊销	0	7	11	16	净负债比率	53.58%	46.79%	49.60%	40.17%	净负债比率	53.58%	46.79%	49.60%	40.17%	净负债比率	53.58%	46.79%	49.60%	40.17%
财务费用	3	6	9	10	流动比率	2.25	2.27	2.44	3.37	流动比率	2.25	2.27	2.44	3.37	流动比率	2.25	2.27	2.44	3.37
投资损失	12	0	0	0	速动比率	2.03	1.59	1.58	2.06	速动比率	2.03	1.59	1.58	2.06	速动比率	2.03	1.59	1.58	2.06
营运资金变动	0	-83	-182	-281	<b>营运能力</b>					<b>营运能力</b>					<b>营运能力</b>				
其它	-9	3	1	2	总资产周转率	0.70	0.71	0.81	0.89	总资产周转率	0.70	0.71	0.81	0.89	总资产周转率	0.70	0.71	0.81	0.89
<b>投资活动现金流</b>	-77	-86	-95	-85	应收账款周转率	3	3	3	3	应收账款周转率	3	3	3	3	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	75	85	95	85	应付账款周转率	1.32	2.02	2.21	2.14	应付账款周转率	1.32	2.02	2.21	2.14	应付账款周转率	1.32	2.02	2.21	2.14
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					<b>每股指标 (元)</b>					<b>每股指标 (元)</b>				
其他	-2	-1	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.76	1.34	2.23	3.65	每股收益 (最新摊薄)	0.76	1.34	2.23	3.65	每股收益 (最新摊薄)	0.76	1.34	2.23	3.65
<b>筹资活动现金流</b>	51	-5	37	-25															

短期借款	-43	7	46	-15	每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.67	0.62	1.12
长期借款	87	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.75	3.09	5.32	8.96
普通股增加	58	25	0	0	估值比率				
资本公积增加	-38	-25	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-14	-12	-9	-10	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	56	-24	4	2	EV/EBITDA	0	0	0	0

国元证券投资评级体系：

### (1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

### 免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)