



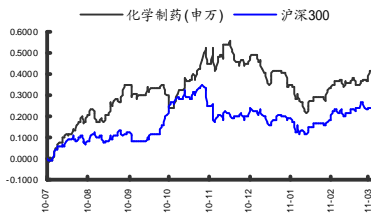
## 多肽先锋，成长可期

### ——翰宇药业（300199）新股报告

创新医药主题研究

评级：增持

#### 相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
化学药	5.7	-4.3	23.4
沪深300	4.5	-0.2	-0.9

发行数据	2011.3.24
发行价格	30.19
发行前总股本（万股）	7500
发行股数（万股）	2500
发行后总股本（万股）	10000
主承销商	中信建投证券
申购日期	2011.3.28

#### 相关报告

#### 分析师

黄秋菡

电话：0755-83704681

邮件：huangqh@ghzq.com.cn

执业证书：S0350210060001

#### 合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%？

是  否

**n 多肽领域的高新企业** 公司主营业务为化学合成多肽药物的研发、生产和销售。主要产品包括多肽药物制剂、多肽药物原料药和客户肽（定制服务）三个系列。公司实际控制人是曾少贵、曾少强、曾少彬三兄弟，合计持有比例为49.7%。三大主要产品系列中，制剂已经成功突破1个亿销售额，主要包括注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液、注射用特利加压素等。

**n 在多肽领域不断创新前行** 化学合成多肽药物国内市场前景广阔，国际上多肽药物中多有10亿美元的大品种。公司是国内多肽药物的先行者，研发和市场开发经验丰富，产品定位独特，盈利水平高。已有制剂产品序列中，胸腺五肽国内市场规模第三；生长抑素紧随瑞士雪兰诺位居第二；去氨加压素公司是国内首家推出，目前市场份额第一；特利加压素公司是全国首仿，目前市场第二，09年一经推出就获得当年“中国十大处方药重磅新品”称号。研发序列的部分品种已经完成临床实验进入申请生产阶段，爱啡肽、卡贝缩宫素等市场容量大的品种将很快上市。

**n 11/12年EPS为0.89/1.37元，估值合理，给予增持评级** 预计公司11-13的营业收入2.06、3.04、4.46亿元，净利润分别为0.89、1.37、1.94亿元，按照增发2500万股计算，对应完全摊薄后EPS为0.89、1.37、1.94元。对应公司30.19元的发行价格，11/12年的PE分别为34/22倍，估值合理，给予增持评级。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（百万元）	122	206	304	446
增长率(%)	32%	69%	48%	47%
净利润（百万元）	53	89	137	194
增长率(%)	49%	68%	55%	41%
摊薄每股收益（元）	0.70	0.89	1.37	1.94
ROE（%）	29.26%	8.67%	11.90%	14.44%

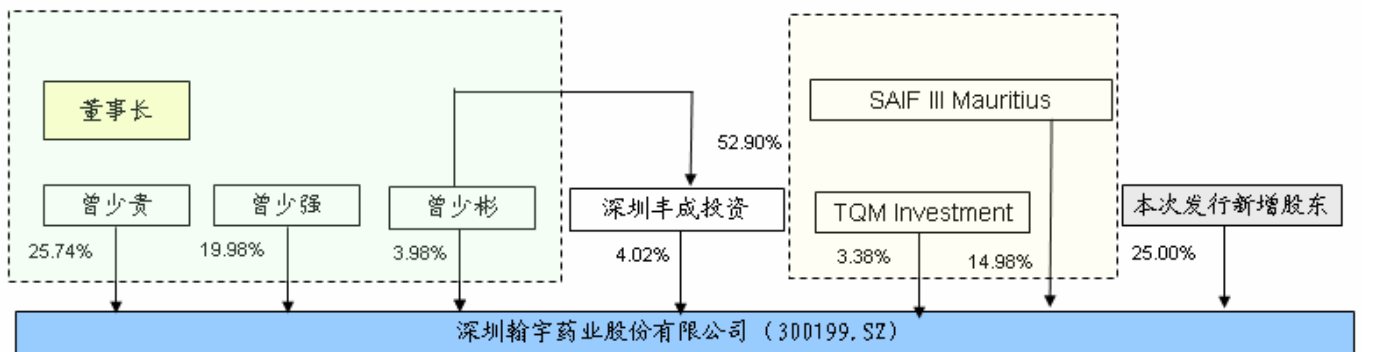
## 多肽领域的高新企业

### 立足深圳的多肽研发高新企业

公司坐落在深圳市南山科技园内，前身为成立于2003年的翰宇药业有限责任公司，2009年整体变更为股份公司，并引入海外投资者软银赛富基金的风险投资，发行前公司总股本7500万股。

公司的实际控制人是曾少贵、曾少强、曾少彬三兄弟，按照发行2500万股计算，本次IPO后三兄弟持有比例为49.7%，此外，深圳丰成投资股东为12名自然人，除曾少彬持有52.9%股份外，其余股份均有翰宇药业高级管理层和技术核心人员持有。SAIF III与TQM均隶属于同一控制人SAIF Partner III LP，合计持有公司18.36%。

图表1、翰宇药业股权结构



备注：按照发行2500万股后计算

资料来源：公司数据、国海证券研究所

公司主营业务为化学合成多肽药物的研发、生产和销售，主要产品包括多肽药物制剂、多肽药物原料药和客户肽（定制服务）三个系列。

多肽药物制剂主要包括注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液、注射用特利加压素等。

多肽药物原料药主要包括胸腺五肽、生长抑素、鲑降钙素、去氨加压素、醋酸特利加压素等，主要用于公司制剂生产使用。

客户肽定制业务主要是根据客户给出的多肽序列、纯度和数量定制合成，用于科研。

其中，客户肽定制业务的技术门槛最低，原料药略高，制剂的技术要求最高，也是未来行业发展的主要方向。

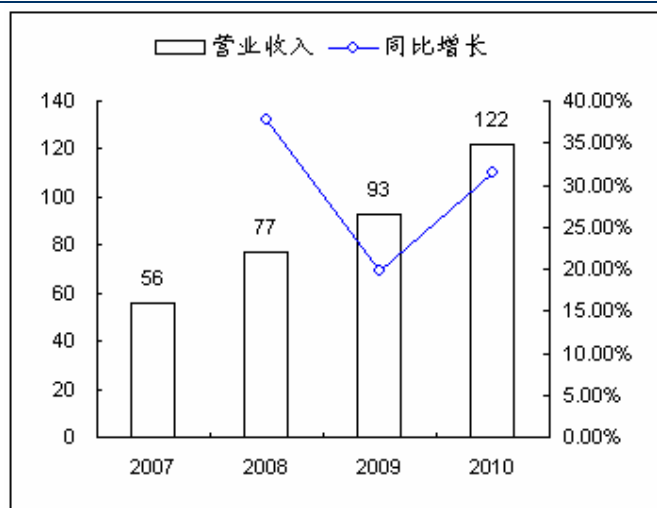
图表 2、公司主要产品及功效

	功能	适应症/用途
注射用胸腺五肽	免疫调节药物，具有诱导T细胞分化、促进T淋巴细胞亚群发育、成熟并活化的功能，并能调节T淋巴细胞亚群的比例，使其趋于正常	恶性肿瘤病人因放疗、化疗所致的免疫功能低下；慢性乙型肝炎患者；各种原发性或继发性T细胞缺陷病；某些自身免疫性疾病（如类风湿性关节炎、系统性红斑狼疮等）；各种细胞免疫功能低下疾病；肿瘤辅助治疗等。
注射用生长抑素	有效调节多种激素和神经递质释放、抑制细胞增殖、参与认知、痛觉、行为等诸多功能调节。	严重急性食道静脉曲张出血；严重急性胃或十二指肠溃疡出血，或并发急性糜烂性胃炎或出血性胃炎；胰腺外科术后并发症的预防和治疗；胰、胆和肠瘘的辅助治疗；糖尿病酮症酸中毒的辅助治疗等。
醋酸去氨加压素注射液	可用于对本产品试验剂量呈阳性反应的轻度甲型血友病及血管性血友病的患者，控制及预防小型手术时出血。可用于治疗中枢性尿崩症，给药后可增加尿渗透压，降低血浆渗透压，从而减少尿液排出，减少排尿次数和夜尿。可用作测试肾尿液浓缩功能，有助于对肾功能的诊断，对于诊断尿道感染的程度尤其有效。	手术前后止血、甲型血友病、血管型血友病。适用于先天性或药物诱发的血小板机能障碍、尿毒症、肝硬化及不明原因引起的出血时间延长的患者，使延长的出血时间缩短或恢复正常。
注射用特内加加压素	收缩内脏血管平滑肌，减少内脏血系膜、脾、子宫等的血流），从而减少门静脉血流、降低门静脉压，同时也可作用于流量（如减少肠食道和子宫等平滑肌。另一方面，在对肝肾综合症的防治研究中发现特利加加压素可以减轻肾血管收缩，增加患者的肾血流量，显著增加患者的肾小球滤过率，改善肾功能。	肝硬化并发症（静脉曲张患者的止血、肝肾综合症、腹水）的治疗，同时广泛用于泌尿生殖道及其他腹腔脏器出血、感染性休克、烧伤、急性肝功能衰竭、心脏骤停等适应症的治疗
原料药		用于本公司制剂生产
客户肽		根据科研院校、研究公司和其它科研机构给出的肽的序列，纯度和数量进行定制合成，用以科研。

资料来源：公司数据、国海证券研究所

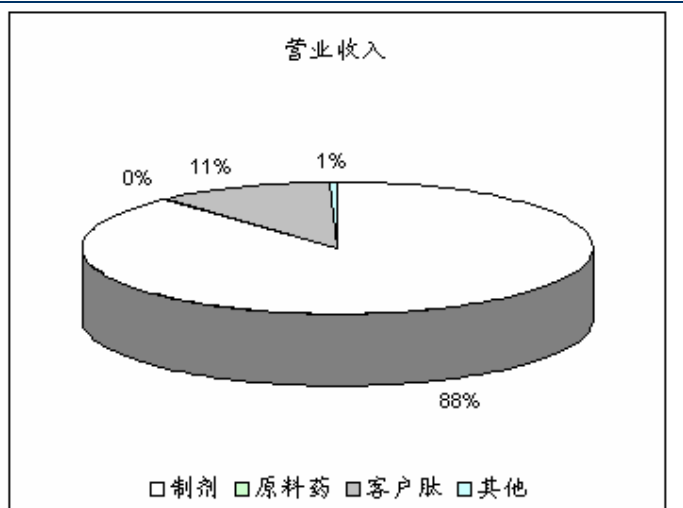
公司在 2004 年拿到第一个产品注册文号，2005 年开始上市销售，而后销售呈现快速增长势头。07-10 年，公司收入由 0.56 亿元增至 1.22 亿元，年复合增长 29%。三大主要产品系列中，制剂已经成功突破 1 个亿销售额，原料药也具备良好的成长前景，客户肽的规模基本保持不变。

图表 3、公司过去 4 年 CAGR29%



资料来源：公司数据、国海证券研究所

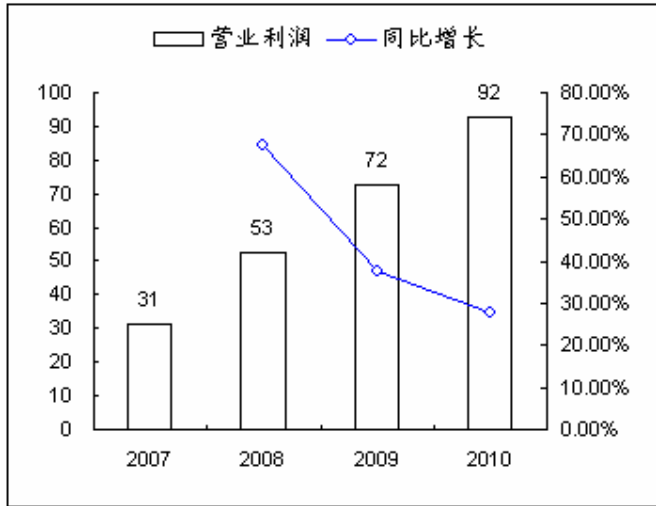
图表 4、制剂销售突破 1 个亿



资料来源：公司数据、国海证券研究所

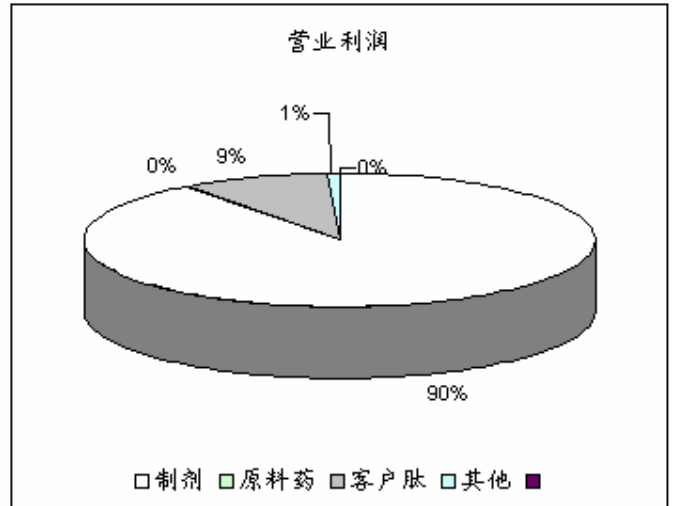
公司 2010 年实现毛利 0.92 亿元，其中，制剂贡献了 0.83 亿元，占全部毛利的 90%，是最主要的利润来源，客户肽贡献其余 9%的毛利。原料药目前毛利贡献只有 1%，但公司正努力争取规范市场的产品注册，有望增加原料药的出口。

图表 5、营业利润 0.92 亿



资料来源：公司数据、国海证券研究所

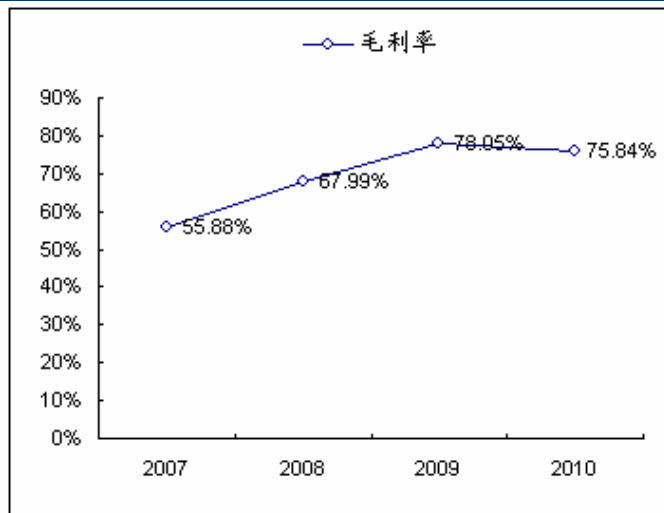
图表 6、制剂贡献 90% 利润



资料来源：公司数据、国海证券研究所

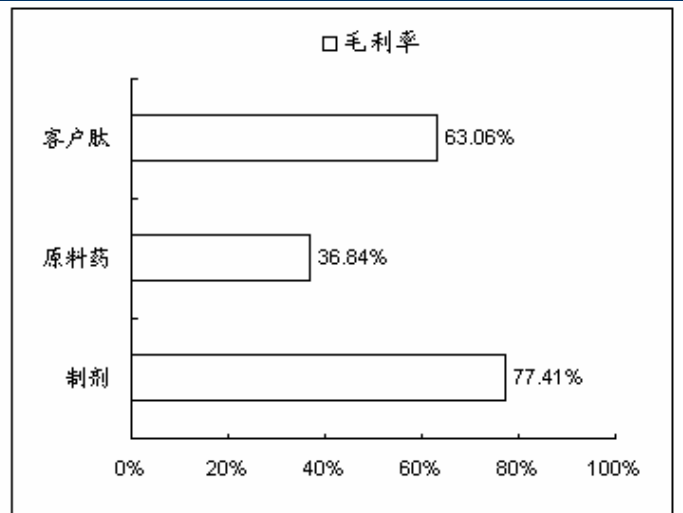
公司过去 4 年毛利率由 56% 稳步提高至 76%，其中，客户肽和制剂的毛利率较高，分别为 63% 和 77%。

图表 6、毛利率稳步提升至 75% 以上



资料来源：公司数据、国海证券研究所

图表 7、主要产品毛利率对比



资料来源：公司数据、国海证券研究所

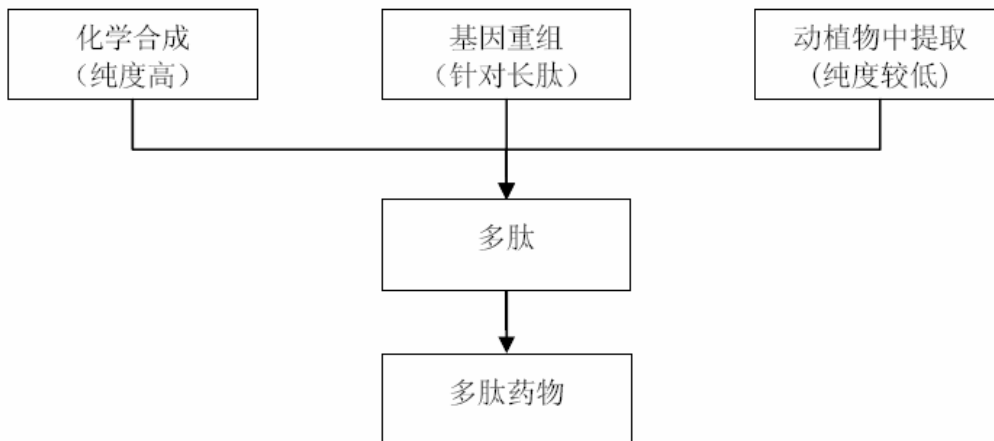
## 在多肽领域不断创新前行

### 多肽药物国内市场广阔

多肽是由多个氨基酸序列通过肽键连接聚合而成的肽链，根据肽链中参与聚合的氨基酸的数量，将含有 100 个氨基酸以上的肽链称为蛋白质，而小于 100 个氨基酸的肽链称为多肽。多肽是人体重要的调节剂，从胚胎发育、细胞生长到衰老，贯穿整个生命过程的始终，如生长因子、激素和细胞因子等都是小分子多肽。多肽之所以有治疗性分子的潜力就是因为它们特异性强并且活性大，可以被设计成与靶标蛋白相互作用，从而产生生物学活性。

多肽的制备方法有提取、基因重组和化学合成三种。从生物体中直接提取的多肽由于杂质含量高而逐渐被基因重组和化学合成法所取代。从成本的角度考虑，一般 30-40 个氨基酸以下的多肽用化学合成法有成本优势。另外，由于天然多肽在体内不稳定，需要对多肽进行修饰时合成法也较基因重组有优势，因此，目前上市的多肽药物大多采用化学合成的方法。

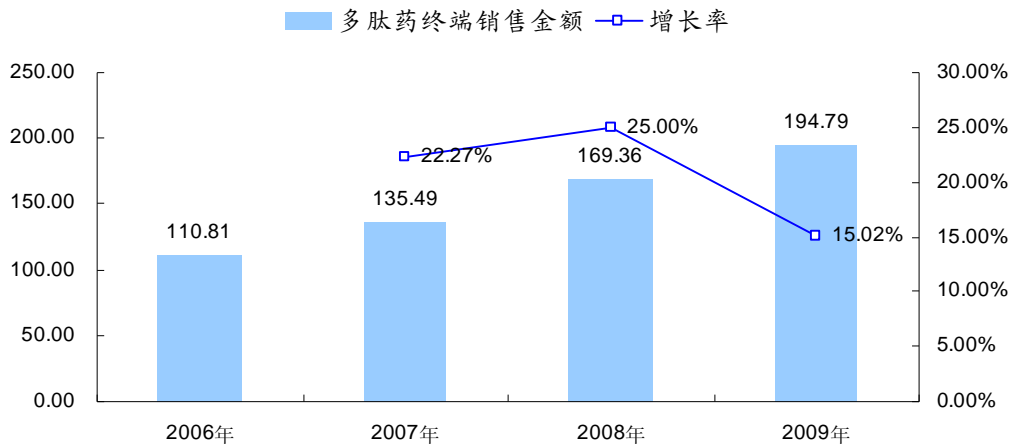
图表 8、多肽药物制备方法



资料来源：公司数据、国海证券研究所

近几年我国多肽药物市场销售规模逐年扩容，从 2006 年至 2009 年我国多肽药物的市场销售额保持快速的增长势头，每年以高于 15% 以上的速度增长，其销售额由 2006 年的 110.82 亿元上升至 2009 年的 194.79 亿元（按照实际零售价统计），四年的平均复合年增长率达到 20.68%。

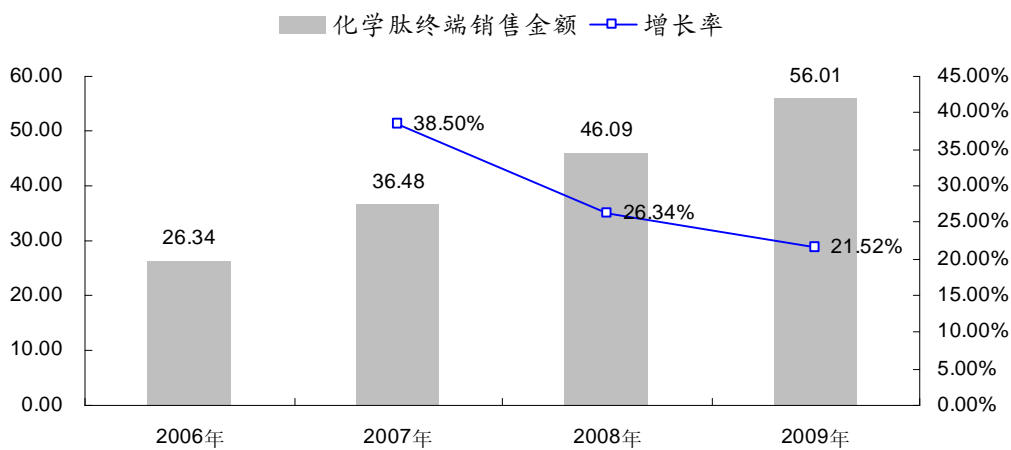
图表 9、2009年多肽药物市场规模 195 亿元



资料来源： 公司数据、国海证券研究所

化学合成多肽药物纯度高，毒副作用较小，为多肽药物市场发展最快的一类。06-10年复合增长 28.59%，相对应的，化学合成多肽药物在我国多肽药物市场的份额逐年提升，由 2007 年的 26.92% 上升至 2009 年的 28.75%，市场地位不断上升。

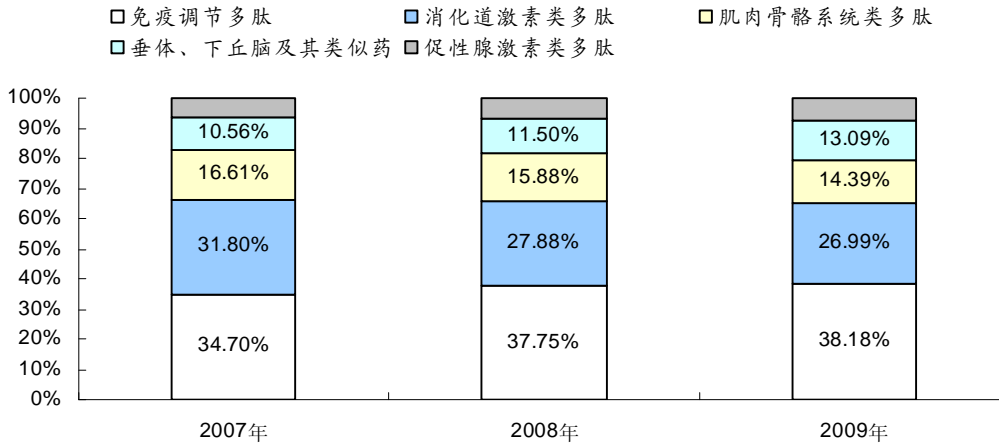
图表 10、化学肽在多肽增长更快，市场规模达到 56 亿元



资料来源： 公司数据、国海证券研究所

在化学合成多肽药物中，免疫调节多肽药物在我国化学合成多肽药物中的市场份额最大，其次为消化道激素类多肽，两者合计市场份额占了我国化学合成多肽药物的 65% 以上。

图表 11、免疫调节和消化道激素是最主要的两类多肽药物



资料来源： 公司数据、国海证券研究所

多肽与蛋白质类药物是当今国际市场上重要的一大类药物，正逐步成为本世纪药物发展的主流方向。。2006年，全球蛋白质/多肽类药物销售额已超过600亿美元大关，2008年销售额在750亿-800亿美元之间，年增长率在20%以上。

多肽药物已成为国际市场上重要的一个大类，目前全球上市销售的小分子多肽已经有五十多种，其中不乏销售金额为10亿美元以上的重磅炸弹。

图表 12、2008 年全球市场主要多肽药物销售额

品种名	销售额 (亿美元)	适应症	发明商
醋酸格拉替雷	31.5	脊髓硬化症	以色列梯华
亮丙瑞林	17	前列腺癌	日本武田制药
降钙素	12	骨质疏松	瑞士诺华
戈舍瑞林	11.5	前列腺癌	英国阿斯利康
奥曲肽	11	胃肠道出血	瑞士诺华
特利帕肽	8	骨质疏松	美国礼来
艾塞那肽	7.5	糖尿病	美国礼来
曲普瑞林	7	前列腺癌	法国益普生
爱菲肽	6	冠心病	美国新千禧年制药
比伐卢定	5	冠心病	美国医药

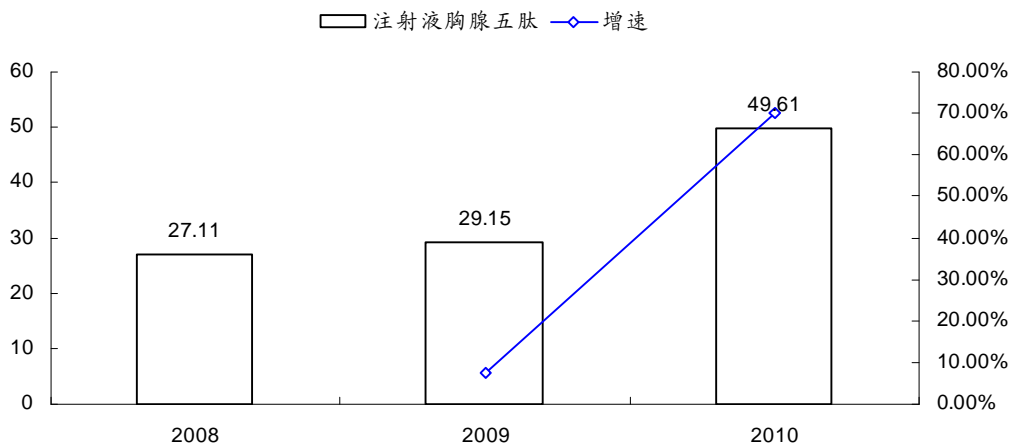
资料来源： 公司数据、国海证券研究所

## 注射用胸腺五肽

胸腺五肽为免疫调节药物，在我国医药市场中的用药规模逐年扩容，并曾在2003年抗击SARS中发挥过重大作用。市场规模由2007年的6.10亿元上升至2009年的9.73亿元。

2010年注射用胸腺五肽占公司销售收入的46%以上，是目前主要的收入和利润来源。2009年以后胸腺五肽陆续进入了13个省的医保增补目录。仅有五个省有适应症或目录范围的限制，其他省份可用于癌症和重症乙肝或者免疫力低下者的治疗，未来发展前景良好。公司现在主推的是10mg的规格，在终端的销售高速增长，由于10mg规格的价格较高，导致胸腺五肽产品的均价结构性增高，未来该品种将保持高速增长。

图表 13、公司注射用胸腺五肽销售接近 5000 万



资料来源：公司数据、国海证券研究所

在我国胸腺五肽市场中，主要生产企业有本公司、北京世桥生物制药和海南中和药业股份有限公司等。2007-2009年本公司胸腺五肽的市场占有率均排名前三，且在16%以上。

图表 14、公司注射用胸腺五肽市场份额及排名

	2007	2008	2009
市场份额	16.46%	19.39%	16.26%
市场排名	第二名	第二名	第三名

资料来源：公司数据、国海证券研究所

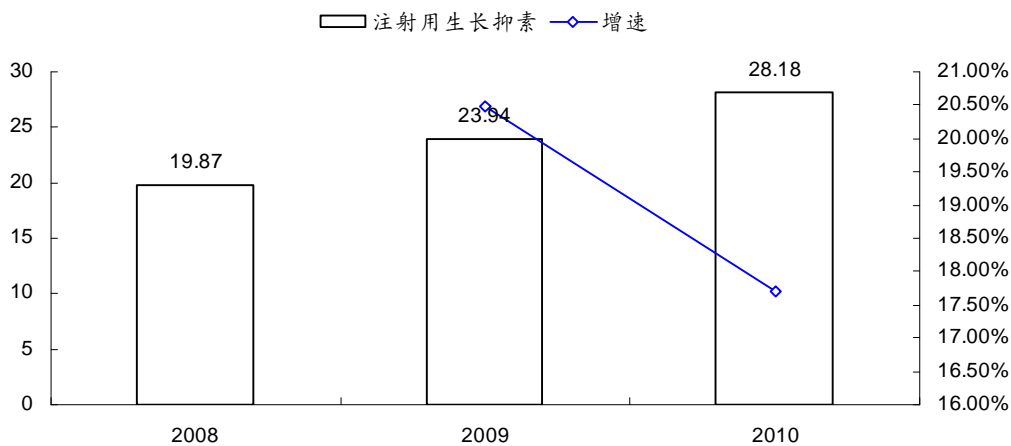


## 注射用生长抑素

生长抑素在我国医药市场中的用药规模逐年扩容，市场规模由2007年的5.74亿元上升至2009年的8.09亿元，每年的增长率均达到15%以上。

生长抑素为公司销售收入第二大的品种，进入09年国家医保，适应症限胰腺炎和食道静脉出血，其中2mg粉针为独家规格，增长迅速。生长抑素的国内上市品牌较多，瑞士雪兰诺的思他宁排名第一，几乎占去半壁江山，公司紧随其后，排名第二。

图表 15、公司注射用生长抑素销售接近 3000 万



资料来源：公司数据、国海证券研究所

在我国注射用生长抑素市场中，瑞士默克雪兰诺有限公司的产品占据了生长抑素市场的主导地位。2007-2009年，本公司生产的生长抑素市场份额一直居第二位，市场占有率在15%左右。

图表 16、公司注射用生长抑素市场份额及排名

	2007	2008	2009
市场份额	15.33%	14.19%	13.13%
市场排名	第二名	第二名	第二名

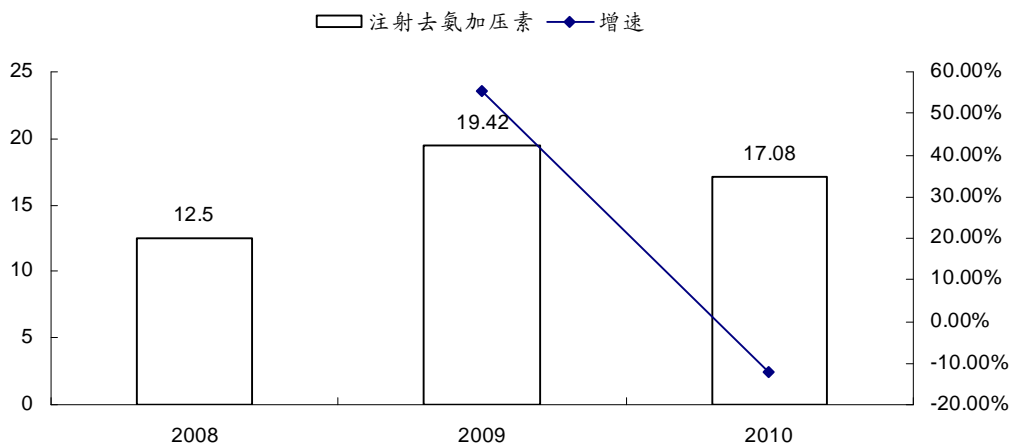
资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 注射用去氨加压素

我国去氨加压素注射剂的销售额近几年呈现一路上扬的态势，从2007年开始，市场销售规模快速增长，逐渐抢占了抑肽酶注射液腾出的市场空间，市场规模由2007年的0.94亿元上升至2009年的2.76亿元，每年的增长率均在50%以上。

去氨加压素是国家医保品种，公司为国内首家推出醋酸去氨加压素注射液的生产企业，终端市场份额排名第一，占据了近46%的市场份额，2010年公司的去氨加压素销售收入同比略有下降。

图表 17、公司注射用去氨加压素销售接近 2000 万



资料来源：公司数据、国海证券研究所

2001年，瑞典辉凌制药公司的去氨加压素注射剂在我国上市，经过几年的市场拓展，该产品在止血药市场已占据一席之地。2006年，本公司率先打破进口产品垄断的局面，取得醋酸去氨加压素注射液《药品注册批件》，并迅速成为我国去氨加压素市场的龙头企业。2007-2009年本公司市场占有率逐年提升，由2007年的23.16%上升到2009年的46.07%，2008年和2009年均排名第一，并表现出强劲的增长势头。

图表 18、公司注射用去氨加压素市场份额及排名

	2007	2008	2009
市场份额	23.16%	41.15%	46.07%
市场排名	第三名	第三名	第一名

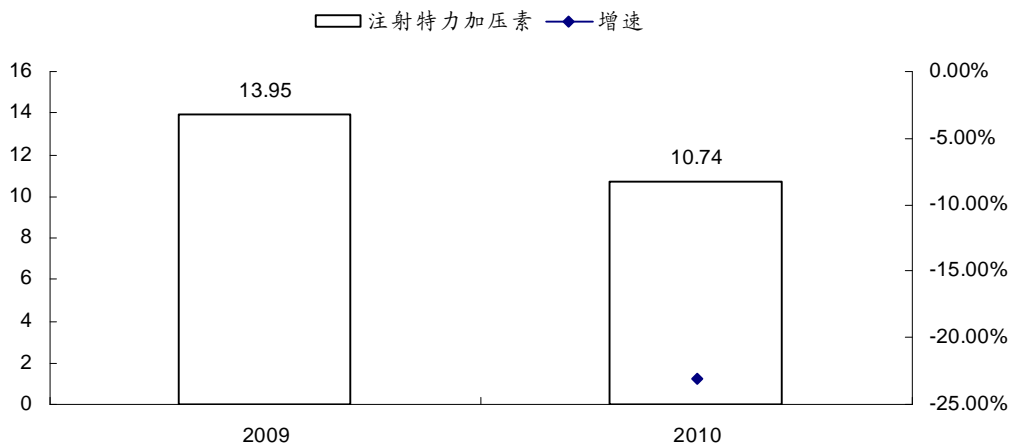
资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 注射用特力加压素

特利加压素是一种合成的血管加压素类似物，最早是瑞典辉凌公司首先生产上市，公司是国内首仿厂家，2009年推出注射用特利加压素。一经推出，即被评选为国药励展全国药品交易会“2009中国十大处方药重磅新品”。

公司特利加压素新进9个省的医保目录，目前国内市场仅有翰宇、辉凌的产品在销售，具有良好的市场前景。由于没有适应症限制，且治疗原理类似，特利加压素极有可能在国内替代生长抑素和奥曲肽的市场。未来公司推广的方向主攻静脉曲张出血。预计未来随着医院终端产品的消化和市场培育的日趋成熟，2011年将迎来特利销售的放量增长。

图表 19、公司注射用特力加压素销售起步



资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 原料药期待进军海外市场

公司多肽原料药业务目前主要供给自产制剂，对外销售规模小。公司未来对原料药业务的定位于规范市场，一方面为欧美多肽药企提供原料药，另一方面也图谋制剂出口。

近年来公司在原料药对外扩张中已取得了较大的进展。公司第一个在规范市场注册的药物比伐卢定马上要进行 DMF 的注册，预计明年 1 季度申报 ANDA 的文号，届时 DMF 和 ANDA 将一起接受审计，如果通过，将打开公司向规范市场供应原料药的大门。在欧盟的认证也在紧锣密鼓的进行中。公司目前已和西班牙企业签属了独家开发和供货协议，公司提供阿托西班、比伐卢定以及特利加压素原料药以供其在欧盟市场开发和销售相应的制剂产品。

## 客户肽提升与客户研发协助能力

客户肽的门槛不高，但却可以有效加强与科研机构的合作，并紧跟市场新药研发，有望为公司赢得更多的潜在机会。

根据国际上的案例，客户肽产品几乎都是供客户用于研发新药产品或新剂型的多肽药品，不需要通过客户所在地药政部门注册，能较快时间实现销售，还能帮助公司掌握当今多肽药物的发展趋势，并有可能成为未来多肽新药或新剂型多肽药物的原料药供应商。因此，发展好客户肽业务是公司产品从仿制药到创新药或创新剂型发展的一个重要战略步骤。

## 新药储备丰富

公司已建立起结构合理、丰富的产品储备库，啡肽和卡贝索宫素是重要的收入增长点。

其中，爱啡肽是血小板聚集的抑制剂，可以抗血小板聚集，同类药物为氯吡格雷、阿昔单抗和替罗非班等抗血小板药，主要用于 PCI 手术，伴随我国 PCI 手术的快速增加，爱啡肽的需求也将放量。

卡贝缩宫素是国家医保乙类品种，限抢救用，现国内市场仅有辉凌一家，尚处在市场培育期。卡贝缩宫素用于选择性硬膜外或腰麻下剖腹产术后，以预防子宫收缩乏力和产后出血，相比传统的缩宫素其疗效更具优势，而且副作用更少。公司预计在 12 年底之前能获取生产批件。

图表 20、公司注射用特力加压素销售起步

项目名称	类别	适应症	进展情况	拟达成目标
爱啡肽及爱啡肽注射液	化药3类	心血管疾病	已申请注册	获得新药证书及药品注册批件
硫普罗宁片	化药6类	保肝	已申请注册	获得药品注册批件
醋酸普兰林肽及醋酸普兰林肽注射液	化药3类	糖尿病	已申报临床	获得临床批件
胸腺法新及注射用胸腺法新	化药6类	免疫调节	已申请注册	获得药品注册批件
卡贝缩宫素及卡贝缩宫素注射液	化药6类	助产，降低产后出血	已申请注册	获得药品注册批件
阿托西班及阿托西班注射液	化药3+6类	预防早产	即将申请注册	获得药品注册批件
西曲瑞克及注射用西曲瑞克	化药3+6类	抗癌	即将申请注册	获得药品注册批件
PP0301 肽及其制剂	化药1.1类	老年痴呆	临床前研究阶段	获得临床批件
B0202 合成肽及其制剂	化药1.1类	内毒素休克合并肝损伤	临床前研究阶段	获得临床批件
CB5005 及其制剂	化药1.1类	抗癌	临床前研究阶段	获得临床批件
胸腺法新鼻喷剂	化药2类	免疫调节	临床前研究阶段	获得临床批件
奈西立肽及注射用奈西立肽	化药3类	心血管疾病	临床前研究阶段	获得临床批件
格拉替雷及注射用格拉替雷	化药3类	免疫调节	临床前研究阶段	获得临床批件
注射用醋酸曲普瑞林缓释微球	化药6类	缓控释注射剂抗癌	临床前研究阶段	获得临床批件
布舍瑞林及布舍瑞林注射液	化药3类	前列腺癌、乳腺癌	临床前研究阶段	获得临床批件
恩夫韦肽及注射用恩夫韦肽	化药3+6类	抗艾滋	临床前研究阶段	获得临床批件
麝香甾素及注射用麝香甾素	化药1类	降血压	临床前研究阶段	获得临床批件

资料来源：公司数据、国海证券研究所

**11/12年EPS为0.89/1.32元，估值合理，给予增持评级**

### 11年收入增长68.7%

公司制剂保持高速增长，我们认为11-13年公司制剂能保持50-70%的爆发式增长，主要是基于1)胸腺五肽、生长抑素等大品种的平稳增长；2)特力加压素的高增长；3)新产品上市带来新的销售收入。

制剂毛利率高位缓慢下滑，既体现药价下降的行业趋势，又充分反映公司新产品不断上市带来的缓解。

由此可以得到：公司在11-13的营业收入分别实现2.06亿、3.04亿和4.46亿，综合毛利率维持在70%以上。

图表 21、公司收入及毛利率预测

人民币百万	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	77	93	122	206	304	446
制剂	61	88	107	182	274	410
原料药	1	0	0	2	3	4
客户肽	15	4	13	20	26	32
其他	0	0	1	1	1	1
同比增长	37.65%	19.85%	31.51%	68.70%	47.63%	46.99%
制剂	25.69%	44.00%	21.84%	70.00%	50.00%	50.00%
原料药	178.90%	-81.53%	40.74%	500.00%	30.00%	20.00%
客户肽	110.09%	-70.40%	209.17%	50.00%	30.00%	20.00%
其他				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	67.99%	78.05%	75.84%	76.13%	73.32%	71.78%
制剂	70.51%	78.75%	77.41%	78.00%	75.00%	73.00%
原料药	30.22%	81.48%	36.84%	35.00%	30.00%	30.00%
客户肽	61.24%	63.76%	63.06%	63.00%	60.00%	60.00%
其他	665.88%	100.36%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业成本	25	20	29	49	81	126
制剂	18	19	24	40	68	111
原料药	1	0	0	1	2	2
客户肽	6	2	5	7	11	13
其他	0	0	0	0	0	0
营业利润	53	72	92	157	223	320
制剂	43	69	83	142	205	300
原料药	0	0	0	1	1	1
客户肽	9	3	9	13	16	19
其他	0	0	1	1	1	1
同比增长	67.46%	37.59%	27.79%	69.35%	42.19%	43.90%
制剂		60.83%	19.78%	71.29%	44.23%	46.00%
原料药		-50.19%	-36.36%	470.00%	11.43%	20.00%
客户肽		-69.18%	205.76%	49.87%	23.81%	20.00%
其他		-68.49%	51571.21%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

### 期间费用保持稳定

考虑到多肽药物在国内认知度还有待提升,公司在推广期面临较高的销售费用支出,特别是大量的新产品上市,更是需要加大学术推广的力度,因此,我们假设销售费用率逐渐提高至 15%。

公司的生产模式稳定,现有设备运转良好,除了 IPO 上市会有一些的新增费用外,预计管理费用整体保持稳定。

公司财务费用率很低,只有 0.5%左右,随着募集资金的到位,预计公司归还银行贷款后还将有剩余部分超募资金,因此,公司借款支出有望降为零,同时账面银行存款还能带来一定的利息收入,但该项费用对公司整体业绩影响不大。

### 11 年 EPS 为 0.89 元

根据我们的盈利预测,公司 11-13 年的净利润分别为 0.89、1.37、1.94 亿元,按照 11 年 IPO 增发 2500 万股计算,对应完全摊薄后 EPS 为 0.89、1.37、1.94 元。

### 估值合理,给予增持评级

公司发行价为 41.88 元,对应 11/12 年的动态 PE 为 34/22 倍,估值水平基本合理,对此,我们给予公司“增持”的投资评级。

## 风险提示

行业性药品降价风险；  
新药注册批件慢于预期；  
药品安全风险。

图表 22、公司盈利预测

## 翰宇药业盈利预测表

证券代码:	300199.sz				预计价格:	30.19	投资评级:	增持		日期:	2011-3-25	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>			
现金及现金等价物	84	891	981	1112	营业收入	122	206	304	446			
应收款项	24	40	59	87	营业成本	29	49	80	116			
存货净额	17	28	46	66	营业税金及附加	0	1	1	1			
其他流动资产	9	15	23	33	销售费用	14	25	46	67			
<b>流动资产合计</b>	<b>133</b>	<b>974</b>	<b>1108</b>	<b>1299</b>	管理费用	24	41	61	89			
固定资产	49	51	53	55	财务费用	1	(3)	(27)	(29)			
在建工程	6	6	6	6	其他收入	(1)	(1)	(1)	(1)			
无形资产及其他	13	13	12	12	<b>营业利润</b>	<b>52</b>	<b>92</b>	<b>142</b>	<b>201</b>			
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	3	0	0	0			
<b>资产总计</b>	<b>213</b>	<b>1056</b>	<b>1192</b>	<b>1385</b>	<b>利润总额</b>	<b>55</b>	<b>92</b>	<b>142</b>	<b>201</b>			
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	2	3	5	7			
应付款项	1	1	2	3	少数股东损益	0	0	0	0			
预收帐款	3	5	7	10	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>53</b>	<b>89</b>	<b>137</b>	<b>194</b>			
其他流动负债	12	12	12	12								
<b>流动负债合计</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>			
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	55	57	95	137			
其他长期负债	17	17	17	17	净利润	53	89	137	194			
<b>长期负债合计</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	少数股东权益	0	0	0	0			
<b>负债合计</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>38</b>	<b>42</b>	折旧摊销	6	2	2	2			
股本	75	100	100	100	公允价值变动	0	0	0	0			
股东权益	181	1021	1155	1343	营运资金变动	(5)	(34)	(44)	(59)			
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>213</b>	<b>1056</b>	<b>1192</b>	<b>1385</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>(23)</b>	<b>(5)</b>	<b>(4)</b>	<b>(4)</b>			
					资本支出	(1)	(2)	(2)	(2)			
<b>关键假设与估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	长期投资	0	0	0	0			
EPS	0.70	0.89	1.37	1.94	其他	0	0	0	0			
BVPS	2.41	10.21	11.55	13.43	<b>筹资活动现金流</b>	<b>775</b>	<b>752</b>	<b>(4)</b>	<b>(6)</b>			
P/E	42.85	34.09	21.98	15.57	债务融资	(29)	0	0	0			
P/B	12.54	2.96	2.61	2.25	权益融资	0	755	0	0			
P/S	18.57	14.68	9.94	6.76	其它	806	0	0	0			
ROE	29%	9%	12%	14%	<b>现金净增加额</b>	<b>807</b>	<b>804</b>	<b>87</b>	<b>127</b>			
ROA	25%	8%	12%	14%								
毛利率	76%	76%	74%	74%	<b>公司基本情况</b>							
销售净利率	43%	43%	45%	43%	大股东名称	曾少贵						
收入增长率	32%	69%	48%	47%	大股东持股比例	34%						
利润增长率	49%	68%	55%	41%	注册地	广东省深圳市南山区高新技术工业园中区翰宇生						
资产负债率	15%	3%	3%	3%	办公地	广东省深圳市南山区高新技术工业园中区翰宇生						

资料来源: Wind、公司数据、国海证券研究所



### 国海证券投资评级标准

---

#### 行业投资评级

---

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

#### 股票投资评级

---

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

### 免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。