

华通医药 (002758)

基层销售具备优势的区域性医药商业企业

暂无评级 (首次)

2015年05月13日

市场数据

报告日期	
收盘价(元)	
总股本(百万股)	
流通股本(百万股)	
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	279
总资产(百万元)	757
每股净资产	

主要财务指标

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1144	1313	1507	1729
同比增长(%)	9.1%	14.8%	14.8%	14.7%
净利润(百万元)	46	53	61	69
同比增长(%)	1.1%	16.4%	13.4%	14.5%
毛利率(%)	11.5%	11.6%	11.6%	11.5%
净利率(%)	4.0%	4.1%	4.0%	4.0%
净资产收益率(%)	16.4%	15.5%	14.9%	14.6%
每股收益(元)	0.82	0.95	1.08	1.24
每股经营现金流(元)	1.40	0.95	1.47	1.33

相关报告

分析师:

邓晓倩

dengxq@xyzq.com.cn

S0190512070008

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

投资要点

- 华通医药以浙江绍兴地区的药品批发和零售为主,并有少部分药品生产业务。
- **药品批发为公司规模第一的业务:** 其2014年的收入规模为9.55亿,收入贡献比约为84%、毛利贡献比约为51%,公司药品批发以纯销为主(90%以上),集中于浙江绍兴地区,销售终端主要为城市县级以上医院(42%)和农村基层医疗机构/药店(52%),未来有望延续平稳增长。
- **药品零售为公司规模第二的业务:** 其2014年的收入规模为1.48亿,收入贡献比为14%、毛利贡献比约为37%,随着加盟店清理的完成以及公司未来新药房的扩张,有望在重拾过去15%的增长。
- **公司植根浙江这个医药大市场、并在基层医疗机构具备较强的基础:** 浙江省医药市场规模近千以、位列全国第五。在这个医药大市场中、公司对基层医疗机构具有较广、较早的布局:目前公司批发业务针对基层医疗机构就药店的比例超过50%、公司86家直营药店中、58家位于基层。这在避开与强势商业企业的正面冲突下让公司在基层这个市场获得充分的发展。
- **估值及投资建议。** 我们预测公司2015-2017年EPS(按发行后总股本5600万股计算)分别为0.95、1.08及1.24元,预计公司未来在批发业务稳步增长、零售业务新店扩张延续增长和药品生产业务随着疫情消退恢复增长的情况下,业绩有望保持稳定增长。综合考虑公司发行股本与募集资金情况(包括募投项目及发行相关费用),预计发行价约18.04元/股、参考可比公司的估值水平、我们认为可给予公司2015年25-30倍PE,预计每股的合理价值在23.75-33.25元、建议在此区间申购。

目 录

投资概要	- 3 -
1、公司基本情况	- 4 -
2、公司经营情况	- 5 -
2.1、2011 年以来增长稳健、药品批发及连锁零售是业务核心	- 5 -
2.2、药品批发纯销为主、绍兴地区为核心、农村地区为第一战场	- 6 -
2.3、清理加盟店拖累药品零售短期增长、农村地区也为第一战场	- 6 -
2.4、药品生产业务受埃博拉影响出现暂时的大幅下滑	- 7 -
3、行业分析	- 7 -
3.1、流通行业整体规模大、增长稳定、集中度低	- 8 -
3.2、医药零售行业开店增速趋稳，连锁是发展趋势	- 8 -
4、公司优势分析	- 10 -
4.1、扎根基层、服务“三农”，差异化竞争	- 10 -
4.2、所处区域经济发达，有利于公司发展	- 10 -
4.3、以物流为依托的现代医药商业模式	- 10 -
5、募投项目分析	- 11 -
6、盈利预测与估值	- 11 -
6.1 盈利预测	- 11 -
6.2 估值讨论	- 12 -
图 1、华通医药发行前股权结构	- 4 -
图 2、2011-2014 华通医药收入、归属母公司净利润及增速（单位：万元、%） ..	- 5 -
图 3、2011-2014 华通医药收入、毛利构成（单位：%）	- 6 -
图 4、2011-2014 华通医药药品批发收入、毛利及毛利率变化（单位：万元、%） ..	- 6 -
图 5、2011-2014 华通医药药品零售收入、毛利及毛利率变化（单位：万元、%） ..	- 7 -
图 6、2011-2014 华通医药药品生产收入、毛利及毛利率变化（单位：万元、%） ..	- 7 -
图 7、2005-2014 年我国医药流通行业市场规模及增速（单位：亿元，%）	- 8 -
图 8、不同国家医药流通行业集中度情况（CR3）和我国医药商业集中度变化 ..	- 8 -
图 9、我国医药零售市场规模及增速（单位：亿元，%）	- 9 -
图 10、我国零售药店门店数及毛利率变化	- 9 -
图 11、我国零售药店门店数及毛利率变化	- 10 -
表 1、华通医药股权结构（单位：万股，%）	- 4 -
表 2、公司募投项目情况	- 11 -
表 3、华通医药盈利预测假设	- 11 -
表 4、华通医药盈利预测结果	- 12 -
表 5、可比公司估值指标	- 13 -
附表	- 14 -

投资概要

1、估值及投资建议

- 我们预测公司 2015-2017 年 EPS(按发行后总股本 5600 万股计算)分别为 0.95、1.08 及 1.24 元, 预计未来伴随批发业务稳步增长、加盟店清理结束零售业务恢复正常增长、药品生产业务伴随埃博拉疫情的负面因素消失的情况下、公司业绩有望保持稳定增长。综合考虑公司发行股本与募集资金情况(包括募投项目及发行相关费用), 预计发行价约为 18.04 元/股、参考可比公司的估值水平、我们认为可给予公司 2015 年 25-30 倍 PE, 预计每股的合理价值在 23.75-28.50 元、建议在此区间申购。

2、关键假设

- 药品批发 2015-2017 年将继续取得 15%左右的平稳增速; 药品零售 2014 年受累于清理加盟店的因素的增速较历史大幅放缓, 考虑这一清理过程已经结束、我们预计 2015-2017 年医药零售将取得 10-15%的平稳增速; 药品生产 2014 年受累于非洲埃博拉病毒的特殊因素拖累、收入出现明显萎缩、这个因素在 2015 年消除、预计将取得恢复性的增长;
- 药品批发、药品零售及药品生产毛利率在 2015-2017 年较 2014 年延续走稳之势
- 2015-2017 年公司销售费用率、管理费用率及税率延续走稳之势

3、股价表现催化剂

连锁药店扩张超预期, 医药批发收入增长超预期,

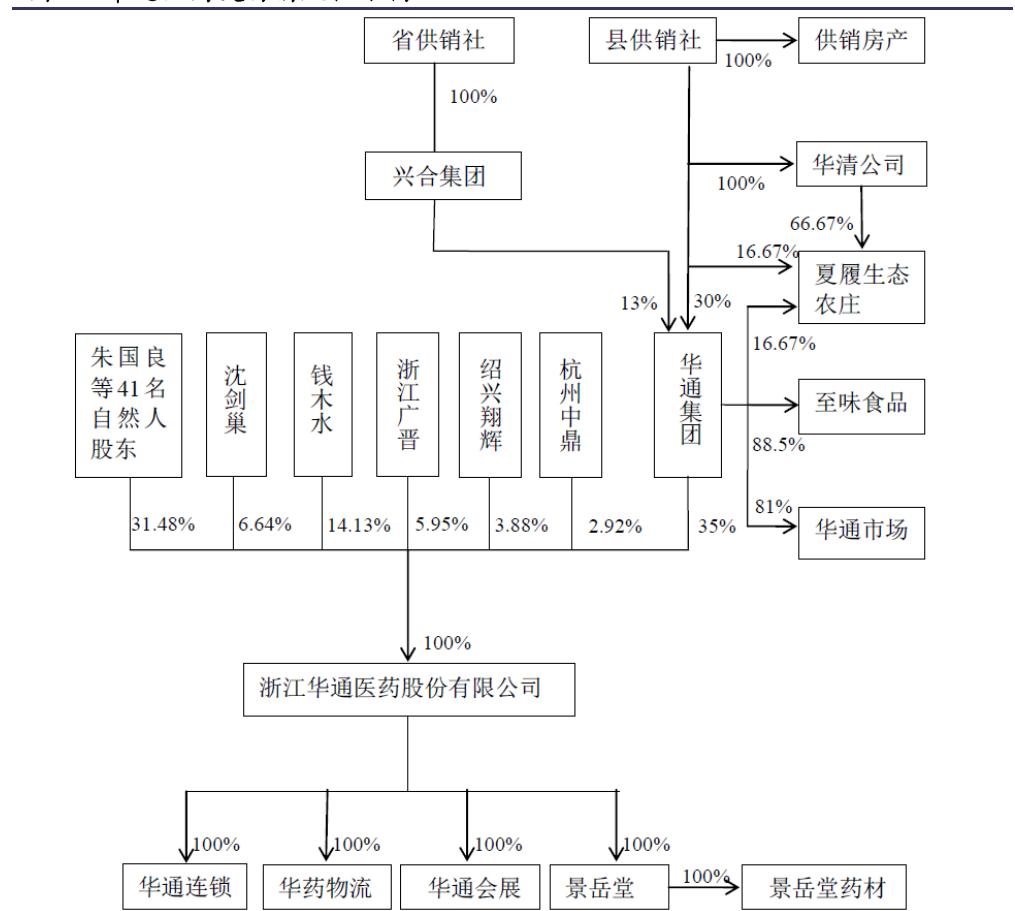
4、风险提示

- 1)、区域市场竞争加剧的风险; 2)、房租、人工的成本大幅上升的风险

1、公司基本情况

“浙江华通医药股份有限公司”（以下简称为“华通医药”或“公司”）前身为成立于1982年2月集体经济性质的绍兴县供销社钱清医药经营部，后于1999年8月变更为有限公司，并于2010年9月整体变更为民营股份制企业。华通医药以浙江地区的药品批发、连锁零售为主营业务。

图 1、华通医药发行前股权结构



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

本次发行前，华通医药总股本为4200万股，本次公司拟发行不超过1400万股、发行后总股本不超过5600万股、发行后社会公众股股数占发行后总股本的比例不超过25%。华通集团为公司的控股股东，实际控制人为绍兴市柯桥区供销社，公司主要高管和核心技术人员均持有公司股份。发行前后公司股本情况如下：

表 1、华通医药股权结构（单位：万股，%）

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	持股比例	股数(万股)	持股比例
华通集团	1470.00	35.00%	1470.00	26.25%
浙江广晋	250.00	5.95%	250.00	4.46%

绍兴翔辉	162.96	3.88%	162.96	2.91%
杭州中鼎	122.60	2.92%	122.60	2.19%
钱木水等 43 名自然人	2,194.44	52.25%	2,194.44	39.19%
社会公众股东（不超过）			1,400.00	25.00%
合计	4,200.00	100.00%	5,600.00	100.00%

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

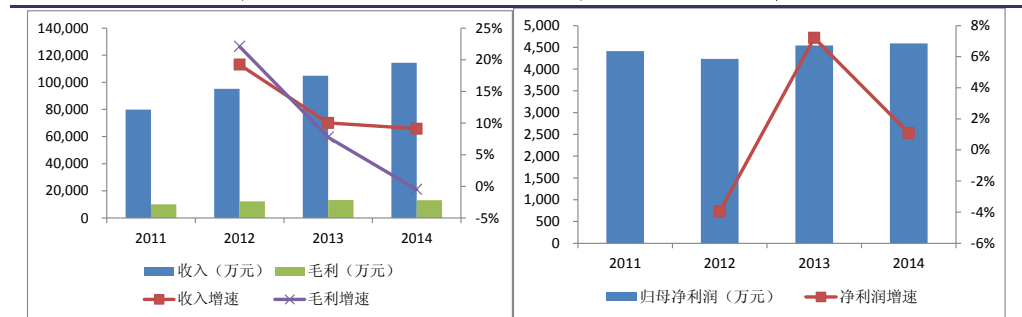
2、公司经营情况

2.1、2011 年以来增长稳健、药品批发及连锁零售是业务核心

华通医药的主营业务为医药批发和医药连锁零售业务、两者对公司的收入及利润占比均超过 85%；同时还涉及少量的药品生产、第三方药品物流业务（2011 年涉足）及展会业务。

2014 年公司实现销售收入 11.44 亿元、同比增长 9%，2011-2014 年公司收入复合增速为 12.69%。2014 年公司实现归属于母公司的净利润为 4590 万元、增速为 1%，2011-2014 年公司归属于母公司净利润复合增速为 1.34%。2014 年公司收入、利润增速较历史有所放缓、主要非洲埃博拉病毒爆发的影响、子公司景岳堂风油精出口受到一定影响、导致毛利占比相对较高的药品生产收入占比出现较大幅度下降。

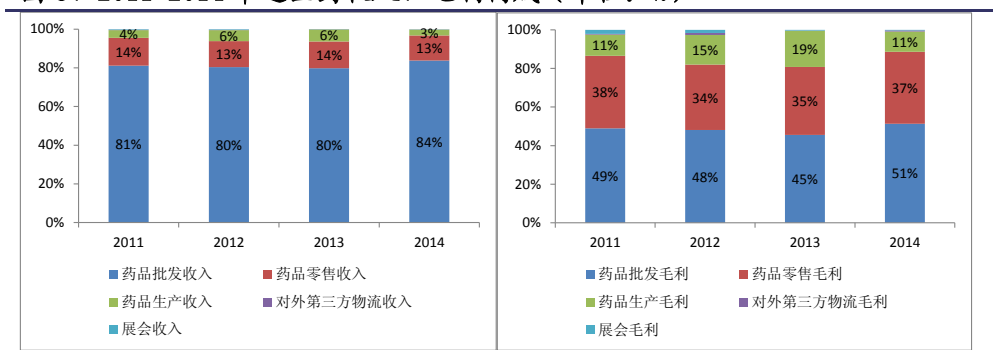
图 2、2011-2014 华通医药收入、归属母公司净利润及增速（单位：万元、%）



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

2014 年公司药品批发收入规模为 9.55 亿元、收入占比为 84%，毛利规模为 6755 万元、毛利占比为 51%，其为公司收入及利润的第一来源；药品连锁零售业务收入规模为 1.48 亿元、收入占比为 14%，毛利规模为 4901 万元、毛利占比为 37%、是公司收入及利润的第二来源。药品生产收入规模为 3484 万元、收入占比为 3%，毛利规模为 1388 万元、毛利占比 11%；其他两项对外第三方物流和展会业务的收入、毛利规模均较小。

图 3、2011-2014 华通医药收入、毛利构成 (单位: %)

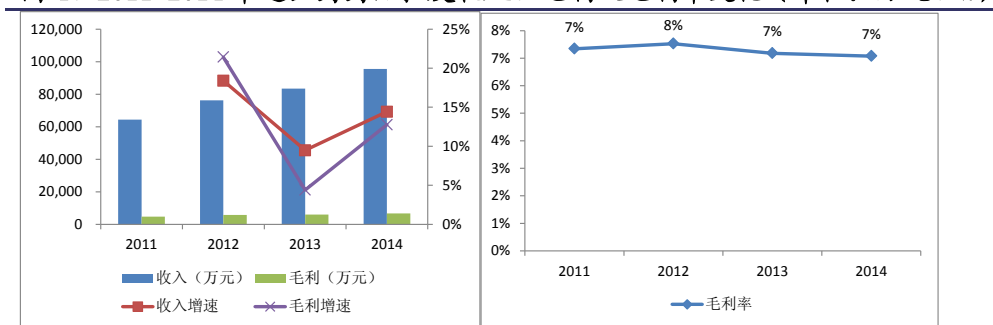


资料来源: 招股说明书、兴业证券研究所

2.2、药品批发纯销为主、绍兴地区为核心、农村地区为第一战场

2014 年公司药品批发实现收入 9.55 亿元, 同比增长 14%; 实现毛利 6755 万元, 同比增长 13%、2011 年以来公司医药批发的毛利率维持在 7-8% 的区间内。公司的药品批发、纯销比例在 90% 以上, 销售终端主要为城市县级以上的医院 (2014 年销售占比 42%) 和农村基层医疗机构/药店 (2014 年两者合计占比约 52%)。近三年来, 公司农村医疗机构的收入占整体药品批发的比重均在 35% 以上。从服务的地区来看, 公司的批发业务以绍兴地区为核心 (2014 年销售占比为 89%, 并逐步将业务拓展到该区域以外。

图 4、2011-2014 华通医药药品批发收入、毛利及毛利率变化 (单位: 万元、%)



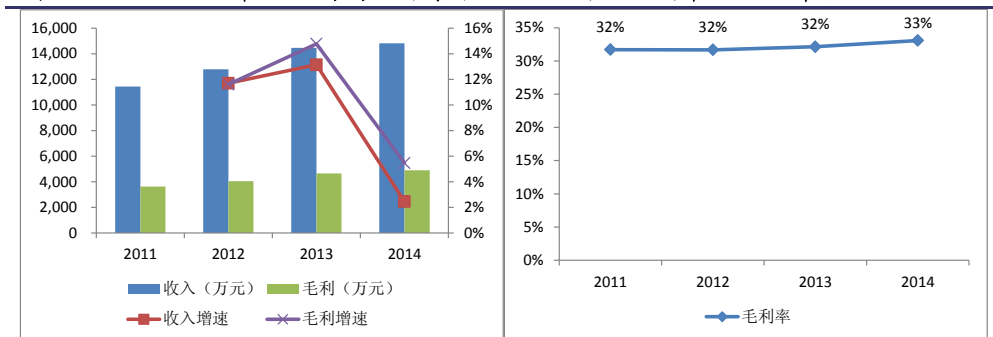
资料来源: 招股说明书、兴业证券研究所

2.3、清理加盟店拖累药品零售短期增长、农村地区也为第一战场

2014 年公司连锁零售业务实现收入 1.48 亿元、同比增长 2% (2011-2013 年公司医药零售的收入复合增速为 12%), 实现毛利 4901 万元、同比增长 5%; 但可以看到公司零售业务毛利率 2011 年以来呈现逐年上升的趋势, 2014 年已达 33%。2014 年公司连锁零售业务收入增长放缓主要有两方面的因素造成: 第一、也是最主要的原因为公司原有的加盟店难以达到新版 GSP 要求, 为了控制风险, 公司对加盟店进行了清理 (2012 年至 2014 年公司已经将原有十几家加盟药店全部清理); 第二、公司在 2014 年放缓了新开业的门店的步伐 (2012-2014 年公司新开业的数

量分别为 7 家、2 家、1 家)。公司的连锁零售业务从地域分布上来看,农村的占比超过 50%、2014 年为 56%。

图 5、2011-2014 华通医药药品零售收入、毛利及毛利率变化(单位:万元、%)

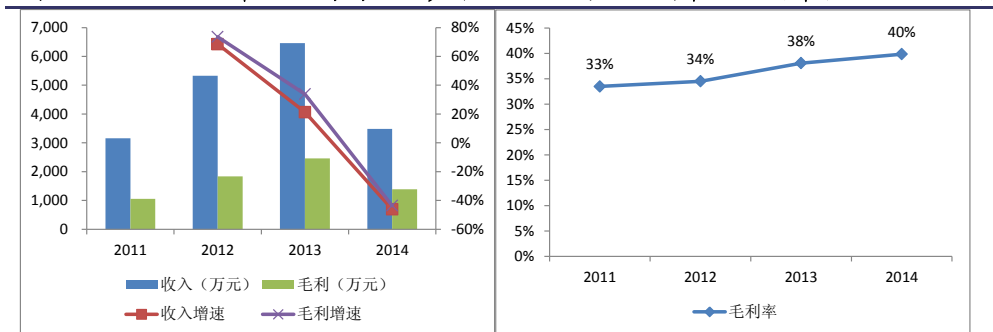


资料来源:招股说明书、兴业证券研究所

2.4、药品生产业务受埃博拉影响出现暂时的大幅下滑

2014 年公司药品生产业务实现收入 3484 万元,同比下降 46%;实现毛利 1388 万元,同比下降 44%;毛利率呈现逐年上升趋势。医药生产收入主要来自于子公司景岳堂,景岳堂主要生产风油精和中药饮片(中药饮片主要供公司批发及零售业务,绝大部分在合并报表中已经予以抵销)。2014 年,由于风油精主要出口地区西非爆发埃博拉病毒疫情、危害严重,当地政府为了防止埃博拉病毒的传播,一度关闭了当地人群聚集的交易市场,而出口风油精客户在当地的终端销售主要通过交易市场进行,这直接导致景岳堂向非洲的风油精出口大幅下滑。

图 6、2011-2014 华通医药药品生产收入、毛利及毛利率变化(单位:万元、%)



资料来源:招股说明书、兴业证券研究所

公司其他两项业务对外第三方物流和展会均规模较小,2014 年收入规模分别为 127 万元和 112 万元,毛利规模为 67 万元和 45 万元,这里我们暂不做分析。

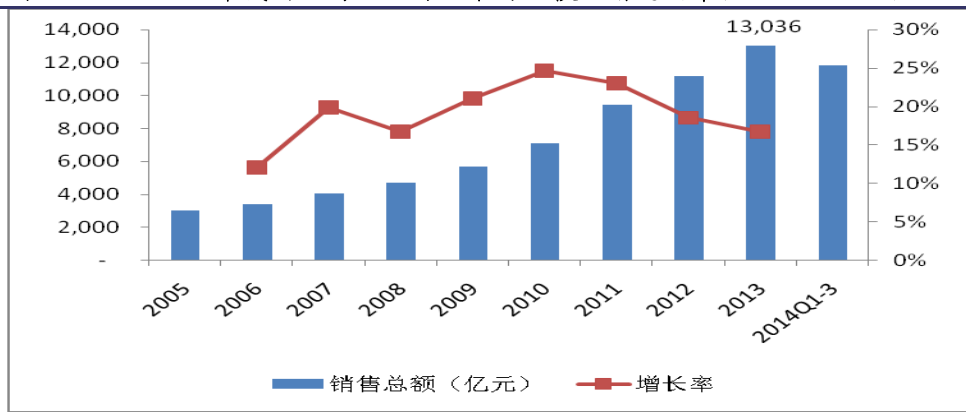
3、行业分析

华通医药主要从事药品批发和药品零售业务。

3.1、流通行业整体规模大、增长稳定、集中度低

华通医药所处的行业为医药流通行业。截至 2012 年底，全国共有药品批发企业 1.63 万家；药品零售连锁企业 3,107 家，下辖门店 15.26 万个；零售单体药店 27.11 万个；零售药店门店总数达 42.37 万个。2013 年药品流通市场规模仍维持较快增长，但增速趋缓。全年药品流通行业销售总额达 13,036 亿元，同比增长 16.7%，2005-2013 年的复合增速为 20%，2011 年来的复合增速为 18%。

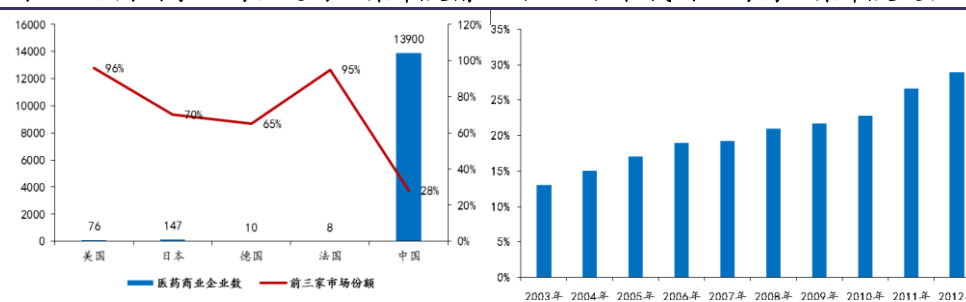
图 7、2005-2014 年我国医药流通行业市场规模及增速（单位：亿元，%）



数据来源：Wind，兴业证券研究所

发达国家药品流通市场比较成熟，“规模化、集约化”特征比较明显、集中度较高。由于我国医药商业的发展历程，行业整体经过全国 3 万余家医药商业公司不规范、无序竞争的局面，经过多年的发展，目前基本形成了全国性+区域性寡头垄断的竞争格局，这其中除了市场自身的因素之外，国家的相关政策也起到了重要的引导作用。但尽管如此，我国的医药流通行业的集中度仍然较低（我国流通企业 CR3 为 28%、发达国家均超过 75%）。

图 8、不同国家医药流通行业集中度情况（CR3）和我国医药商业集中度变化

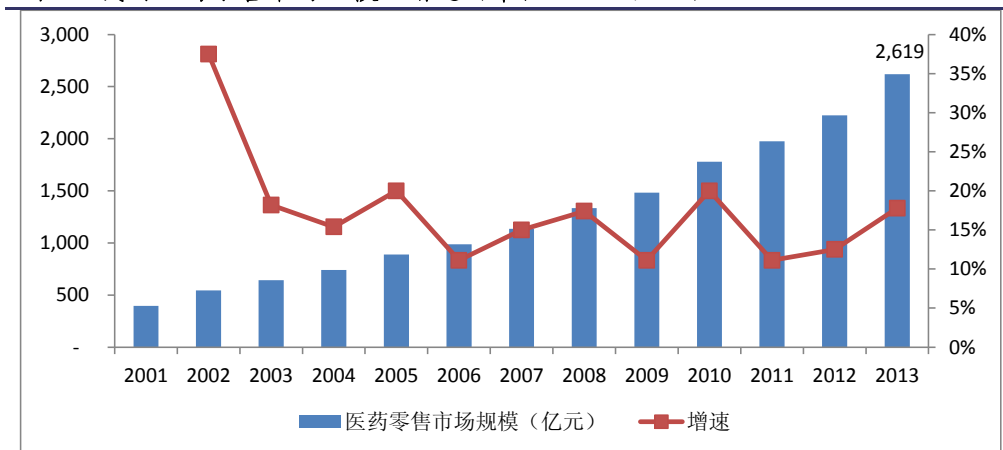


数据来源：中国医药商业协会，兴业证券研究所

3.2、医药零售行业开店增速趋稳，连锁是发展趋势

我国医药零售行业 2013 年规模为 2619 亿元、增速为 18%，2001-2013 年的复合增速为 17%。

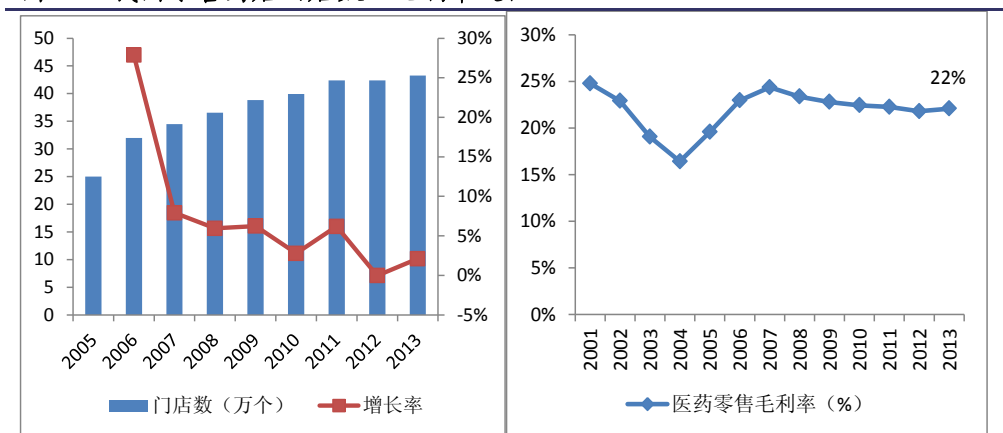
图 9、我国医药零售市场规模及增速（单位：亿元，%）



数据来源：中国产业信息网，兴业证券研究所

我国零售药店的门店数从 2005 年的 25 万家上升到了 13 年的 43 万家，2007-2011 年开店复合增速为 5%，2011 年来增速明显放缓至 2% 左右；另一方面，整个医药零售行业的毛利率于 2007 年结束了 2003 年以来的上升之势，步入微降走稳之势，近年来行业整体的平均毛利率已经基本稳定在 22% 左右。我们预计未来新开门店速度整体走稳的趋势仍将延续。

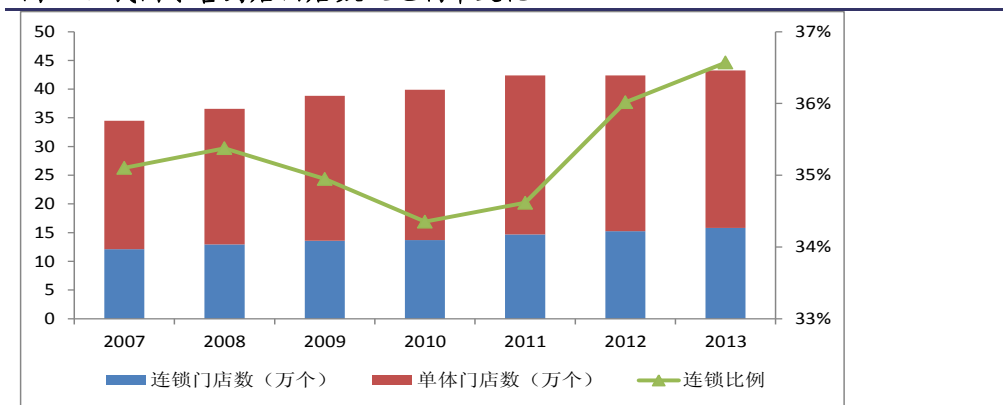
图 10、我国零售药店门店数及毛利率变化



数据来源：CFDA，中国产业信息网，兴业证券研究所

我们将 2007 年以来我国零售药店的数目进行了梳理发现：自 2007 年以来，我国零售药店的连锁率从 2007 年的 27% 稳步上升至 2013 年的 37%；但与美国 75% 的连锁率相比还具有较大的上升空间。国家也从政策层面支持零售药店的连锁化发展，要求将连锁药店比例提高到 2/3 以上。连锁药店实现了商业活动的标准化（商品、服务、店名、店貌）、专业化（采购、配送、销售、管理等）、统一化（采购、配送、信息汇集、广告宣传 and 员工培训等）和单纯化（使各个环节、各个岗位的商业活动尽可能简单和规范），这些特点使连锁药店相较于单体药店更具有竞争力，加之政策推动及我国目前较低的连锁率，连锁药店是未来的发展趋势。

图 11、我国零售药店门店数及毛利率变化



数据来源：CFDA，兴业证券研究所

4、公司优势分析

4.1、扎根基层、服务“三农”，差异化竞争

公司由供销社下属企业转型而来，牢牢扎根于农村基层，具有服务“三农”的鲜明特色，且避开了激烈的城市竞争。在零售连锁业务方面，公司连锁药店从设立之初就扎根于基层，致力于服务“三农”。目前，公司有 86 家直营药店，其中 58 家位于农村村镇一级，村镇门店占连锁直营门店总数的 67.44%。最近三年，农村村镇门店收入分别占连锁门店总收入的 56.13%、53.04% 和 50.57%，在一定程度上解决了当地农民“买药难、买药贵”的问题，有效地填补了全国性大型连锁零售药店辐射较弱的盲区。批发业务方面，公司最近三年向乡镇医疗机构和农村药店等农村客户进行批发销售的金额占批发总额三年累计平均比例为 38.46%，为农村医疗机构的配送提供了可靠的保障。

4.2、所处区域经济发达，有利于公司发展

华通医药所处的浙江省历来是我国的医药大省，根据国家统计局的全国 31 省（自治区、直辖市）医药工业企业的经济指标显示：2013 年，浙江省医药工业主营业务收入 1,080.48 亿元，全国排名第六，占全国比重 4.98%；利润总额 115.49 亿元，全国排名第六，占全国比重 5.26%；出口交货值 280.91 亿元，全国排名第二，占全国比重 17.42%。浙江省共有医药商业企业 130 余家。根据商务部《2013 年度药品流通行业运行统计分析报告》信息，2013 年，浙江省医药商品销售总额为 9,266,777 万元，在全国排名第五位，占全国药品销售总额的 7.11%。同时，浙江省无论人均 GDP 还是医保覆盖人数上，均处于全国前列，十分有利于医药流通企业的成长。

4.3、以物流为依托的现代医药商业模式

我国医药行业普遍存在着“重商轻物流”的现象。中国有很多大型医药商业集团，

但是其商业上的实力并未体现在物流上。由于医院终端的垄断，医药商业的竞争一定程度上演变为配送权的竞争，在这种情况下，物流的价值没有被充分认识。正因为如此，中国药品流通领域的低效率成为药价虚高的重要因素，只有由拥有现代物流能力的企业来进行药品的物流配送才可以降低整体的运营成本，提高效率。

因此，公司非常重视医药物流业务的发展，公司一期医药物流项目改扩建后仓储面积将达 2.5 万平方米，最大存储量达 40 万箱，日处理能力 12,000 箱，配送半径为绍兴市及周边 300 公里范围内区域。公司物流基地技术先进，使用了先进的物流信息系统，可以高效、准确的掌握药品库存、物流数据信息，有效降低商品损耗和人工成本，提高配送效率和准确度，使物流成本控制在同行业内较低水平。

5、募投项目分析

本次发行前公司总股本为 4200 万股，本次拟发行不超过 1400 万股。公司本次募集资金总投资额为 22097.68 万元、发行相关费用初略估计约为 3158.32 万，公司本次发行所募集的资金扣除发行费用后，将根据项目的轻重缓急合理安排实施募集资金投资项目。

表 2、公司募投项目情况

项目名称	使用募集资金的拟投资额(万元)
1 医药物流二期建设项目	12,024.52
2 连锁药店扩展项目	6,073.16
3 医药批发业务扩展项目	4,000.00
合计	22,097.68

数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

6、盈利预测与估值

6.1 盈利预测

主要假设：

- 药品批发 2015-2017 年将继续取得 15%左右的平稳增速；药品零售 2014 年受累于清理加盟店的因素的增速较历史大幅放缓，考虑这一清理过程已经结束，我们预计 2015-2017 年医药零售将取得 10-15%的平稳增速；药品生产 2014 年受累于非洲埃博拉病毒的特殊因素拖累、收入出现明显萎缩、这个因素在 2015 年消除、预计将取得恢复性的增长；
- 药品批发、药品零售及药品生产毛利率在 2015-2017 年较 2014 年延续走稳之势
- 2015-2017 年公司销售费用率、管理费用率及税率整体延续走稳之势

表 3、华通医药盈利预测假设

年份	2014	2015E	2016E	2017E
----	------	-------	-------	-------

药品批发	收入(百万)	954.83	1,098.05	1,262.76	1,452.18
	增长率(%)	14.42%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本(百万)	887.28	1,020.64	1,173.74	1,349.80
	毛利率(%)	7.07%	7.05%	7.05%	7.05%
药品零售	收入(百万)	148.13	165.91	185.81	208.11
	增长率(%)	2.45%	12.00%	12.00%	12.00%
	成本(百万)	99.12	111.16	124.50	139.44
	毛利率(%)	33.09%	33.00%	33.00%	33.00%
药品生产	收入(百万)	34.84	45.29	52.09	59.90
	增长率(%)	-46.07%	30.00%	15.00%	15.00%
	成本(百万)	20.96	27.18	31.25	35.94
	毛利率(%)	39.84%	40.00%	40.00%	40.00%
对外第三方物流	收入(百万)	1.27	2.54	5.08	7.62
	增长率(%)	262.86%	100.00%	100.00%	50.00%
	成本(百万)	0.61	1.27	2.54	3.81
	毛利率(%)	51.97%	50.00%	50.00%	50.00%
展会	收入(百万)	1.12	1.23	1.36	1.49
	增长率(%)	-18.84%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本(百万)	0.67	0.74	0.81	0.89
	毛利率(%)	40.18%	40.00%	40.00%	40.00%
总收入	收入(百万)	1,140.19	1,313.02	1,507.10	1,729.30
	增长率(%)	9.07%	25.60%	14.78%	14.74%
	成本(百万)	1,008.64	1,160.98	1,332.84	1,529.88
	毛利率(%)	11.54%	11.58%	11.56%	11.53%
营业费用/主营业务收入%		3.06%	3.05%	3.12%	3.06%
管理费用/主营业务收入%		2.48%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用/主营业务收入%		0.67%	0.61%	0.48%	0.40%
实际税率%		22.00%	22.50%	23.50%	24.00%

数据来源：兴业证券研究所整理

根据以上假设，我们的盈利预测结果如下：

表 4、华通医药盈利预测结果

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,140.19	1,313.02	1,507.10	1,729.30
同比增长(%)	9.07%	25.60%	14.78%	14.74%
净利润(百万元)	45.90	53.44	60.61	69.37
同比增长(%)	1.09%	16.40%	13.42%	14.45%
毛利率(%)	11.54%	11.58%	11.56%	11.53%
净利润率(%)	4.03%	4.07%	4.02%	4.01%
净资产收益率(%)				
每股收益(元)	0.82	0.95	1.08	1.24

数据来源：兴业证券研究所整理

6.2 估值讨论

我们预测公司 2015-2017 年 EPS（按发行后总股本 5600 万股计算）分别为 0.95、

1.08 及 1.24 元，预计未来伴随批发业务稳步增长、加盟店清理结束零售业务恢复正常增长、药品生产业务伴随埃博拉疫情的负面因素消失的情况下，公司业绩有望保持稳定增长。综合考虑公司发行股本与募集资金情况(包括募投项目及发行相关费用)，预计发行价约为 18.04 元/股、参考可比公司的估值水平、我们认为可给予公司 2015 年 25-35 倍 PE，预计每股的合理价值在 23.75-33.25 元、建议在此区间申购。

表 5、可比公司估值指标

股票代码	企业名称	EPS (元)			市盈率 (倍)			市值 (亿元)
		2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	
000028	国药一致	1.90	2.22	2.71	40.37	34.14	27.96	257.93
601607	上海医药	0.96	1.10	1.26	25.43	23.60	20.57	650.83
600511	国药股份	1.01	1.24	1.49	37.33	30.73	25.60	182.81
平均					34.38	29.49	24.71	

数据来源：wind 一致盈利预期，兴业证券研究所整理，2015.5.11

风险提示： 1)、区域市场竞争加剧的风险； 2)、房租、人工的成本大幅上升的风险

附表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	572	931	1042	1197
货币资金	194	493	542	632
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	245	278	321	358
其他应收款	9	11	13	14
存货	118	141	159	184
非流动资产	185	238	427	626
可供出售金融资产	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	4	4	4	4
固定资产	95	138	322	514
在建工程	17	18	34	42
油气资产	0	0	0	0
无形资产	63	61	60	58
资产总计	757	1169	1469	1824
流动负债	471	571	585	679
短期借款	128	130	110	140
应付票据	59	66	79	89
应付账款	270	322	370	419
其他	13	53	27	32
非流动负债	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0
其他	7	7	7	7
负债合计	478	578	593	687
股本	42	56	56	56
资本公积	86	86	86	86
未分配利润	137	186	242	306
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	279	346	406	476
负债及权益合计	757	923	999	1162

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	46	53	61	69
折旧和摊销	8	6	6	5
资产减值准备	-1	1	1	1
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	8	8	7	7
投资损失	-0	-0	-0	-0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-11	1	2	6
经营活动产生现金流量	72	53	82	75
投资活动产生现金流量	4	-8	-6	-7
融资活动产生现金流量	-33	254	63	23
现金净变动	42	299	139	91
现金的期初余额	178	194	493	542
现金的期末余额	221	493	632	632

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1144	1313	1507	1729
营业成本	1012	1161	1333	1530
营业税金及附加	3	3	4	4
销售费用	35	40	47	53
管理费用	28	33	38	43
财务费用	8	8	7	7
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	58	68	79	92
营业外收入	2	3	2	3
营业外支出	1	2	2	3
利润总额	59	69	79	92
所得税	13	16	19	23
净利润	46	53	61	69
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	46	53	61	69
EPS (元)	0.82	0.95	1.08	1.24

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长性 (%)				
营业收入增长率	9.1%	14.8%	14.8%	14.7%
营业利润增长率	-0.7%	17.5%	15.6%	17.7%
净利润增长率	1.1%	16.4%	13.4%	14.5%
盈利能力 (%)				
毛利率	11.5%	11.6%	11.6%	11.5%
净利率	4.0%	4.1%	4.0%	4.0%
ROE	16.4%	15.5%	14.9%	14.6%
偿债能力 (%)				
资产负债率	63.1%	62.6%	59.3%	59.1%
流动比率	1.22	1.63	1.78	1.76
速动比率	0.96	1.38	1.51	1.49
营运能力 (次)				
资产周转率	1.52	1.36	1.14	1.05
应收帐款周转率	4.51	4.95	4.96	5.02
每股资料 (元)				
每股收益	0.82	0.95	1.08	1.24
每股经营现金	1.40	0.95	1.47	1.33
每股净资产	4.99	6.17	7.25	8.49
估值比率 (倍)				
PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人						邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理								
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱			
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn			
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn			
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn			
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135)						传真: 021-38565955		
北京地区销售经理								
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱			
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn			
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn			
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn			
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn						
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033)						传真: 010-66290200		
深圳地区销售经理								
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱			
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn			
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn			
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn						
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035)						传真: 0755-23826017		
海外销售经理								
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱			
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn			
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn			
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn						
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135)						传真: 021-38565955		
私募及企业客户负责人						刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理								
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱			
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135)						传真: 021-38565955		

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。