

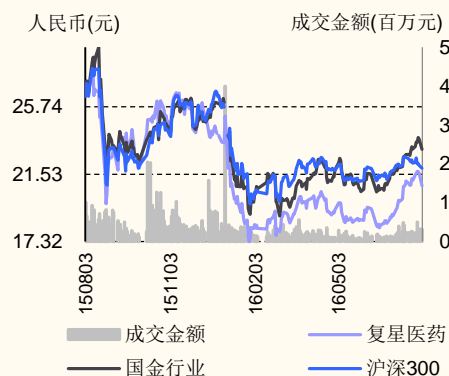
市场价格(人民币): 20.80元

国际化布局重大突破, 抢占制剂出口优质平台

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,906.84
流通港股(百万股)	403.28
总市值(百万元)	48,132.77
年内股价最高最低(元)	28.11/17.32
沪深300指数	3176.81
上证指数	2953.39



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.914	1.063	1.274	1.506	1.761
每股净资产(元)	7.21	7.86	8.39	9.49	10.79
每股经营性现金流(元)	0.52	0.70	0.81	0.90	1.11
市盈率(倍)	23.08	22.10	16.33	13.82	11.81
行业优化市盈率(倍)	33.29	44.01	40.60	40.60	40.60
净利润增长率(%)	4.23%	16.43%	19.84%	18.17%	16.95%
净资产收益率(%)	12.67%	13.53%	15.18%	15.87%	16.32%
总股本(百万股)	2,311.61	2,314.08	2,314.08	2,314.08	2,314.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

收购点评

公司公告拟以不超过 12.6 亿美元收购 Gland Pharma Limited 约 86.08% 的股权, 其中包括依据 Enoxaparin 美国上市销售情况所支付的不超过 5,000 万美元的或有对价。

- Gland Pharma 是印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业, 是一家优秀的规范市场注射剂生产厂商+CDMO 企业; 具有高质量的注射剂生产能力和高效的规范市场药品注册能力。
- Gland 价值体现在: 1) 符合 FDA 要求的合格注射剂生产能力。公司从 03 年获得 FDA 认证, 到目前为止未收到 FDA 的 Warning Letter。在全球 Injectable Facility 频繁受到 FDA 警告的环境下, 表明 Gland 有一套成熟而规范的生产管理和质量控制体系, 良好的生产设施和规范的生产及质控是注射剂企业发展的核心。2) 300-400 人的注册团队。对于仿制药来说, 上市时间是核心的核心, 更早的上市意味着更好的竞争格局, 进而可以获得更好的价格。Gland 拥有的 300-400 人的注册队伍可以大大节省 ANDA 获批的周期, 提高盈利能力。3) 丰富的 Pipeline。
- 从 EV/EBITDA 角度收购估值约 16 倍, 如果依诺肝素钠注射剂顺利获批, 估值则会明显降低。同时收购后的协同效益将可能产生更大的贡献: 产品的跨市场交叉销售、复宏汉霖的生物仿制药海外上市、重庆药友产能的整合等。考虑到潜在协同效应, 以及全球潜在同类标的的稀缺性, 估值相对合理。

盈利预测

- 复星医药现有药品业务稳健增长, 医疗服务开始拓展, 单抗具有领先优势。目前公司针对 12 个适应症的 7 个单抗仿制药获得临床批件, 其中, 重组人鼠嵌合抗 CD20 单抗注射液处于临床 III 期, 有望在 18 年上市, 为公司增长添加新的引擎。
- 我们预计公司 2016-2018 年净利润为 29.5/34.8/40.7 亿, 对应 EPS 分别为 1.27/1.50/1.76 元。暂时没有考虑此次并购对盈利及财务的影响。

投资建议

- 公司目前股价对应 16 年 PE 分别为 16 倍。考虑到公司在制药、医疗服务、单抗、国际化的全方位优质布局, 具有长期投资价值。此次并购标的, 具备超预期发展的可能。给予“买入”评级。
- 风险提示: 收购进程风险; 行业政策风险; 经营整合管理风险; 增发摊薄;

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

内容目录

一、交易概述.....	3
二、标的情况：优秀的注射剂生产厂商.....	3
三、Gland 财务数据及测算	5
四、收购 Gland 意义	5
五、盈利预测及投资建议	6

图表目录

图表 1：复星医药收购 Gland Pharma 交易概述.....	3
图表 2：复星医药收购 Gland Pharma 交易股权变化.....	3
图表 3：Gland Pharma 持有的 ANDA 文号.....	4
图表 4：Gland Pharma 持有的 DMF 文号	4
图表 5：Gland Pharma 重点销售产品	5
图表 6：依诺肝素钠注射注市场空间	5
图表 7：依诺肝素注射液竞争格局.....	5
图表 8：美国 Drug Shortage 及注射剂占比.....	6
图表 9：复星医药盈利预测.....	错误!未定义书签。

一、交易概述

- 公司拟以不超过 126,137 万美元收购 Gland Pharma Limited 约 86.08% 的股权，其中包括复星依据 Enoxaparin 美国上市销售情况所支付的不超过 5,000 万美元的或有对价。现金收购，交易资金将由集团自筹包括金融机构贷款。复星集团拟向金融机构申请金额不超过 80,000 万美元贷款。

图表 1：复星医药收购 Gland Pharma 交易概述

	股权	出资额	股份占比	每股价格
Gland 出售股东	KKR 及 创始 股东	10.50 亿美元	69.971%	96.872 亿美元
	Vetter 家族	1.00 亿美元	10.026%	64.537 亿美元
	BRR 家族	0.61 亿美元	6.083%	64.537 亿美元
复星医药	以上合计	12.11 亿美元	86.080%	
	或有对价	0.50 亿美元		
	合计出资	12.61 亿美元	86.080%	

来源：国金证券研究所，公司公告

图表 2：复星医药收购 Gland Pharma 交易股权变化

	本次交易前	本次交易后（预计）
股东名称	持股比例	持股比例
联合收购方	-	86.08%
KKR	38.41%	0%
创始人股东	41.56%	10%
Vetter 家族	10.03%	0%
BRR 家族	9.96%	3.87%
Dr.Sagi N	0.05%	0.05%
合计	100%	100%

来源：国金证券研究所，公司公告

二、标的情况：优秀的注射剂生产厂商

- Gland Pharma：优秀的规范市场注射剂生产厂商+CDMO 企业；核心竞争力在于高质量的注射剂生产能力和注册能力。
 - Gland 成立于 1978 年，是印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业，并获得全球各大法规市场的 GMP 认证，其业务收入主要来自于美国和欧洲。Gland 目前主要通过共同开发、引进许可，为全球各大型制药公司提供注射剂仿制药品的生产制造服务等。作为少数专业从事生产制造注射剂药品的公司之一，Gland 在印度市场同类公司中处于领先地位。Gland 作为印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业，建有完善的针剂制造平台，拥有符合包括美国及欧洲在内的全球各大法规市场的 GMP 认证的生产线，并具备在以美国为主的法规市场的药品注册申报及销售能力。
 - 公司现有自有文号
 - ANDA：目前 Gland 共拥有 21 个 ANDA 文号，对应 15 种药品，包括吉西他滨、酒石酸美洛托尔、万古霉素等产品，皆为注射剂。
 - DMF：公司共拥有 26 个处于激活状态的 DMF，包括肝素、达肝素钠、顺苯磺阿曲库铵、罗库溴铵等产品。

- Gland 重点销售产品：肝素钠、依诺肝素、罗库溴铵、万古霉素等，2016 财年，以上重点产品合计销售 1.42 亿美金。其中，部分产品承担着 CDMO 的角色。
- 由于公司承担 CDMO 业务，预计公司享有利益分成的 ANDA 远超过 21 个，同时未来获批的 ANDA 数量也比较可观

图表 3: Gland Pharma 持有的 ANDA 文号

Appl No	TE Code	BLD	Active Ingredient	通用名	Dosage Form/Route	Strength	Proprietary Name	Applicant
A077283	AP	No	ADENOSINE	腺苷	INJECTABLE INJECTION	3MG/ML	ADENOSINE	GLAND PHARMA LTD
A077161	AP	Yes	AMBODARONE HYDROCHLORIDE	盐酸埃纳酮	INJECTABLE INJECTION	50MG/ML	AMBODARONE HYDROCHLORIDE	GLAND PHARMA LTD
A065501	AP	No	AZITHROMYCIN	阿奇霉素	INJECTABLE INJECTION	EQ 500MG BASE/VIAL	AZITHROMYCIN	GLAND PHARMA LTD
A204520	AP	No	GEMCITABINE HYDROCHLORIDE	盐酸吉西他滨	INJECTABLE INJECTION	EQ 1GM/BASE/VIAL	GEMCITABINE HYDROCHLORIDE	GLAND PHARMA LTD
A204520	AP	No	GEMCITABINE HYDROCHLORIDE	盐酸吉西他滨	INJECTABLE INJECTION	EQ 200MG BASE/VIAL	GEMCITABINE HYDROCHLORIDE	GLAND PHARMA LTD
A076774	AP	No	HALOPERIDOL LACTATE	乳酸高哌啶醇	INJECTABLE INJECTION	EQ 5MG BASE/ML	HALOPERIDOL	GLAND PHARMA LTD
A090699	AP	No	LABELTALOL HYDROCHLORIDE	盐酸拉贝洛尔	INJECTABLE INJECTION	5MG/ML	LABELTALOL HYDROCHLORIDE	GLAND PHARMA LTD
A206141	AP	No	MEROPENEM	美罗培南	INJECTABLE INJECTION	1GM/VIAL	MEROPENEM	GLAND PHARMA LTD
A206141	AP	No	MEROPENEM	美罗培南	INJECTABLE INJECTION	500MG/VIAL	MEROPENEM	GLAND PHARMA LTD
A204205	AP	No	METOPROLOL TARTRATE	酒石酸美托洛尔	INJECTABLE INJECTION	1MG/ML	METOPROLOL TARTRATE	GLAND PHARMA LTD
A090696	AP	No	MIDAZOLAM HYDROCHLORIDE	咪唑安定盐酸	INJECTABLE INJECTION	EQ 1MG BASE/ML	MIDAZOLAM HYDROCHLORIDE	GLAND PHARMA LTD
A090650	AP	No	MIDAZOLAM HYDROCHLORIDE	咪唑安定盐酸	INJECTABLE INJECTION	EQ 5MG BASE/ML	MIDAZOLAM HYDROCHLORIDE	GLAND PHARMA LTD
A077190	AP	No	MILRINONE LACTATE	乳酸米力农	INJECTABLE INJECTION	EQ 1MG BASE/ML	MILRINONE LACTATE	GLAND PHARMA LTD
A079224	AP	No	ONDANSETRON HYDROCHLORIDE	盐酸昂丹司琼	INJECTABLE INJECTION	EQ 2MG BASE/ML	ONDANSETRON HYDROCHLORIDE	GLAND PHARMA LTD
A090648	AP	No	ONDANSETRON HYDROCHLORIDE	盐酸昂丹司琼	INJECTABLE INJECTION	EQ 2MG BASE/ML	ONDANSETRON HYDROCHLORIDE	GLAND PHARMA LTD
A207322	AP	No	POLYMYXIN B SULFATE	多粘菌素B	INJECTABLE INJECTION	EQ 500,000 UNITS/BASE/VIAL	POLYMYXIN B SULFATE	GLAND PHARMA LTD
A205694	AP	No	VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	盐酸万古霉素	INJECTABLE INJECTION	EQ 1GM/BASE/VIAL	VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	GLAND PHARMA LTD
A205694	AP	No	VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	盐酸万古霉素	INJECTABLE INJECTION	EQ 500MG BASE/VIAL	VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	GLAND PHARMA LTD
A205490	AP	No	VECURONIUM BROMIDE	维库溴铵	INJECTABLE INJECTION	10MG/VIAL	VECURONIUM BROMIDE	GLAND PHARMA LTD
A205390	AP	No	VECURONIUM BROMIDE	维库溴铵	INJECTABLE INJECTION	20MG/VIAL	VECURONIUM BROMIDE	GLAND PHARMA LTD
A202930	AP	No	ZOLEDRONIC ACID	唑来膦酸	INJECTABLE IV (INFUSION)	EQ 4MG BASE/5ML	ZOLEDRONIC ACID	GLAND PHARMA LTD

来源：国金证券研究所，FDA

图表 4: Gland Pharma 持有的 DMF 文号

DMF#	STATUS	TYPE	SUBMIT DATE	HOLDER	SUBJECT	中文
20833	A	II	9/5/2007	GLAND PHARMA LTD	ROCURONIUM BROMIDE USP	罗库溴铵USP
21189	A	II	12/3/2007	GLAND PHARMA LTD	ATRAURIUM BESYLATE USP	苯磺酸阿曲库铵USP
22962	A	II	7/21/2009	GLAND PHARMA LTD	CISATRAURIUM BESYLATE	顺苯磺酸阿曲库铵
23172	A	II	9/22/2009	GLAND PHARMA LTD	DEXRAZOXANE	右丙亚胺
23173	A	II	10/7/2009	GLAND PHARMA LTD	TIROFIBAN HYDROCHLORIDE	盐酸替罗非班
23232	A	II	10/30/2009	GLAND PHARMA LTD	DEXMEDETOMEDINE HYDROCHLORIDE	DEXMEDETOMEDINE 盐酸
23839	A	II	4/19/2010	GLAND PHARMA LTD	HEPARIN SODIUM USP	肝素钠USP
25400	A	II	10/27/2011	GLAND PHARMA LTD	ARGATROBAN MONOHYDRATE	阿加曲班一水
25401	A	II	10/31/2011	GLAND PHARMA LTD	INDOMETHACIN SODIUM USP	吲哚美辛钠USP
25556	A	II	12/20/2011	GLAND PHARMA LTD	DALTEPARIN SODIUM PH.EUR.	达肝素钠欧洲药典。
25935	A	II	5/19/2012	GLAND PHARMA LTD	TIGECYCLINE	替加环素
27282	A	II	10/24/2013	GLAND PHARMA LTD	INDOMETHACIN SODIUM USP	吲哚美辛钠USP
27823	A	II	6/10/2015	GLAND PHARMA LTD	IRON DEXTRAN COMPLEX	右旋糖酐铁络合物
27826	A	II	2/4/2014	GLAND PHARMA LTD	DEXRAZOXANE (PROCESS-II)	右雷佐生 (PROCESS-II)
27972	A	II	2/12/2014	GLAND PHARMA LTD	REGADENOSON	类加腺苷
28030	A	II	5/15/2014	GLAND PHARMA LTD	ARGATROBAN MONOHYDRATE (PROCESS-II)	阿加曲班一水合物 (PROCESS-II)
28424	A	II	7/28/2014	GLAND PHARMA LTD	SODIUM PHENYLACETATE	苯乙酸钠
28608	A	II	10/31/2014	GLAND PHARMA LTD	DEXMEDETOMEDINE HYDROCHLORIDE	盐酸右美托咪
29198	A	II	4/28/2015	GLAND PHARMA LTD	NICARDIPINE HYDROCHLORIDE USP	盐酸尼卡地平USP
29550	A	II	7/27/2015	GLAND PHARMA LTD	LEVOTHYROXINE SODIUM USP	左甲状腺素钠USP
29636	A	II	8/28/2015	GLAND PHARMA LTD	ATRAURIUM BESYLATE USP [PROCESS-II]	苯磺酸阿曲库铵USP[方法II]
29637	A	II	8/31/2015	GLAND PHARMA LTD	IRON SUCROSE COMPLEX	蔗糖铁络合物
29738	A	II	9/24/2015	GLAND PHARMA LTD	CISATRAURIUM BESYLATE [PROCESS-II]	顺苯磺酸阿曲库铵 (PROCESS-II)
29787	A	II	9/28/2015	GLAND PHARMA LTD	FULVESTRANT USP	氟维司群USP
29788	A	II	9/30/2015	GLAND PHARMA LTD	TIGECYCLINE [MANUFACTURING SITE - II]	替加环素[制造基地 - II]
29814	A	II	9/28/2015	GLAND PHARMA LTD	FOSCARNET SODIUM USP	膦甲酸钠USP

来源：国金证券研究所，FDA

图表 5: Gland Pharma 重点销售产品

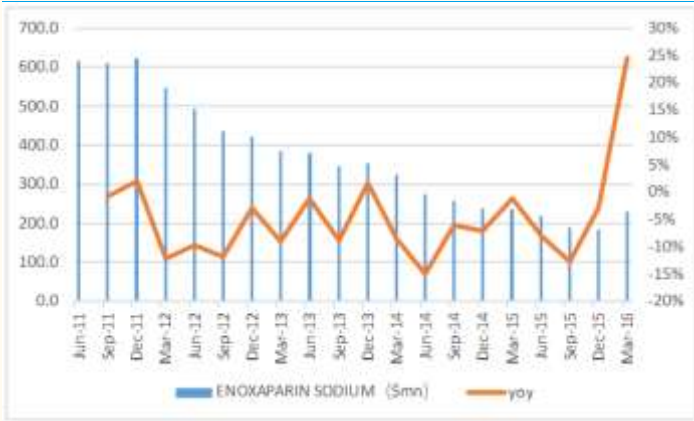
中文名	英文名	适应症	销量(百万支)		收入 (\$mn)		销售额 (\$mn)	
			2015 财年	2016 财年	2015 财年	2016 财年	2014年全球	2015年全球
肝素钠	Heparin Sodium	抗凝血药	48.31	51.87	44.9	50.79	738	695
依诺肝素钠注射液	Enoxaparin Sodium	预防静脉血栓栓塞性疾病	11.8	14.3	25.53	31.33	3,541	2,982
罗库溴铵注射液	Rocuronium Bromide	肌松药	3.63	6.13	9.41	15.22	179	169
万古霉素	Vancomycin	抗感染	1.57	9.87	3.71	14.5	733	751
重组人胰岛素	Huminsulin	糖尿病	3.86	10.37	6.48	14.05	1,189	1,266
乙酰半胱氨酸鼻剂	Acetylcysteine	咯痰困难	2.9	2.16	8.39	9.05	677	647
顺式阿曲库铵注射液	Cisatracurium	肌松药	0.97	0.79	7.43	7.08	288	281

来源: 国金证券研究所, FDA、公司年报

三、Gland 财务数据及测算

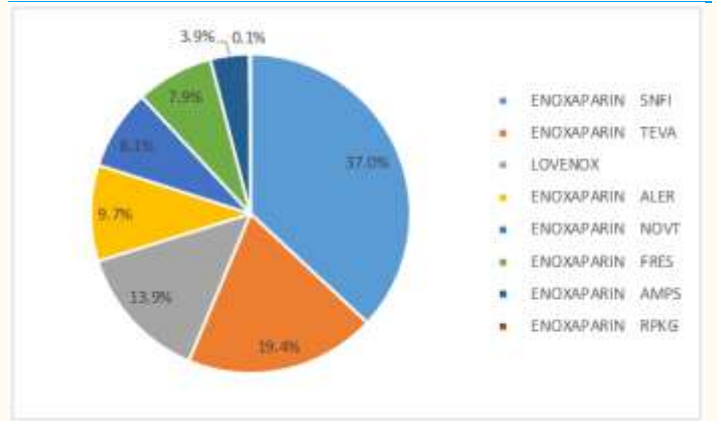
- 截止至 2016 年 3 月, Gland 的收入为 2.04 亿美金, 其中重点产品合计收入 1.42 亿美金。如果依诺肝素 16 年底在美国获批, 将可能带来可观利润。
- 美国依诺肝素钠注射注市场空间。目前依诺肝素注射液原研专利过期, 仿制药上市, 市场空间在 10 亿美金。

图表 6: 依诺肝素钠注射注市场空间



来源: 国金证券研究所, IMS, 公司年报

图表 7: 依诺肝素注射液竞争格局



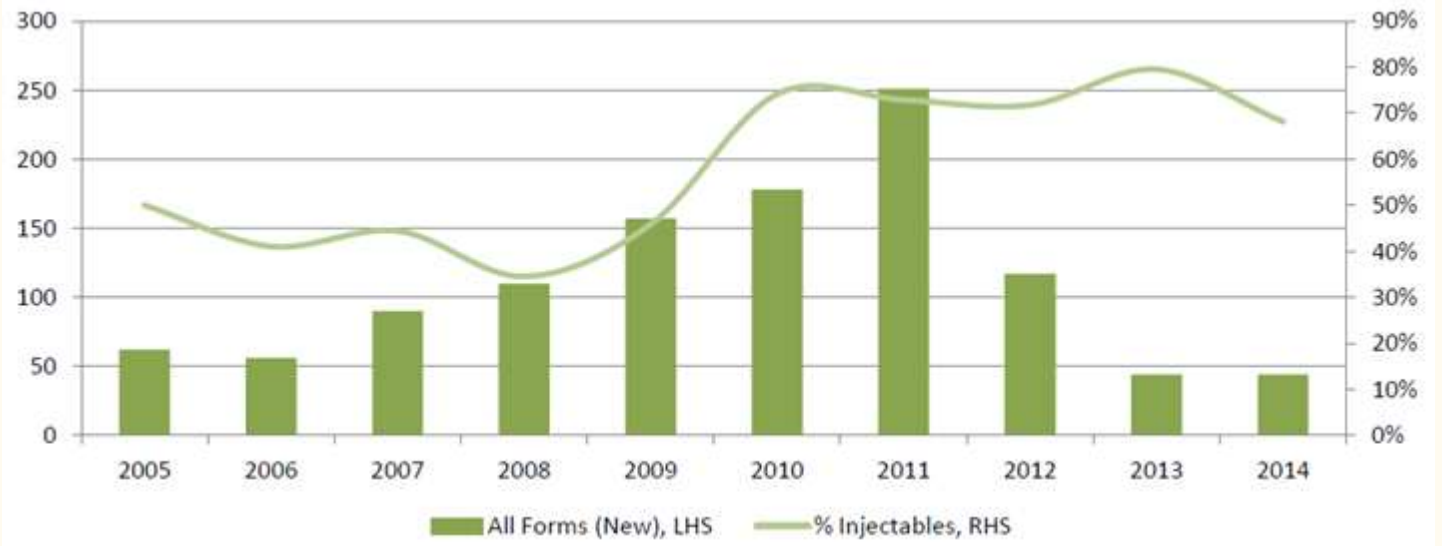
来源: 国金证券研究所, IMS, 公司年报

四、收购 Gland 意义

- Gland 核心竞争力: 生产+注册能力
 - 1) 符合 FDA 要求的合格生产能力, 公司从 03 年获得 FDA 认证, 是印度第一家获得 FDA 认证的注射剂企业, 从此之后, 公司经历 FDA 多次检查, 未出现一次生产和质控问题, 2016 年 7 月的最新一次 FDA 工厂现场检查也无缺陷通过。公司到目前为止未收到 FDA 的 Warning Letter。在全球 Injectable Facility 频繁受到 FDA 警告的环境下, 表明 Gland 有一套成熟而规范的生产管理和质量控制体系, 同时公司在过去有持续的设备更新。而良好的生产设施和规范的生产及质控是注射剂企业发展的核心。
 - 2) 300-400 人的注册团队。对于仿制药来说, 上市时间是核心的核心, 重要性甚至超过的生产的质量。因为更早的上市意味着更好的竞争格局, 进而可以获得更好的价格, 而对于 first filer 且第一家成功上市的仿制药企业还会获得 180 days exclusivity, 这对于盈利和市占率都是非常重要的因素。GDUFA 法案之后, 仿制药的注册速度是快 10 个月, 而国内多数仿制药企业的注册周期还在 25-30 个月。Gland 拥有的 300-400 人的注册队伍可以大大节省 ANDA 获批的周期, 提高盈利能力。
 - 3) 丰富的 Pipeline

- Gland 的市场价值：首先，美国 Drug Shortage 愈发的频发，其中 70-80% 是注射剂型是注射剂型，在市场化了的美国市场，药品短缺往往带来药品价格的飞速上涨（e.g 恒瑞环磷酰胺注射剂），08-13 年美国注射剂仿制药的量的复合增长只有 1.6%，而金额增长是 19.6%，主要是由于药品短缺和新产品带来的价格上涨；其次，随着大量生物药在 2020 年专利到期，Biosimilar 的崛起会带来可观的市场，而生物药多数都是注射剂型，公司作为优秀的注射剂生产企业，市场价值也将提高。

图表 8：美国 Drug Shortage 及注射剂占比



来源：国金证券研究所，FDA

- 从 EV/EBITDA 角度收购估值约 16 倍，如果依诺肝素钠注射剂顺利获批，估值有望进一步降低。考虑到 Gland 和复星的协同效应，以及全球潜在同类标的的稀缺性，估值相对合理。两者的协同效益体现在：Gland 的海外产品可以通过复星引进国内市场销售；而复星现有的国内产品也可以通过 Gland 进入欧洲、美国等市场销售。复星的复宏汉霖等单子公司单抗上市后，可以让 Gland 负责生产和进入美国市场，加速市场拓展；复星的重庆药友符合 FDA 的注射剂生产线可以作为 Gland 的备用产能缓解可能的产能不足。

五、盈利预测及投资建议

- 我们认为此举是复星医药乃至中国制药行业具有意义的一次收购，中国药企通过海外整合，快速具备了“国内+国际”双市场发展的能力。双方资源的互补性，为未来业务协调提供了空间。我们建议把握这一轮国内企业出海的投资机遇
- 盈利预测：预计复星医药 2016-2018 年净利润为 29.5/34.8/40.7 亿，对应 EPS 分别为 1.27/1.50/1.76 元。由于此次收购尚待审批，暂时不考虑收购对公司盈利和财务的影响，获批后我们再做更新。
- 我们认为复星医药在制药、医疗服务、单抗、国际化方面的布局具有领先优势，有长期发展的潜力。此次并购的标的，具有超预期发展的可能。从医疗服务、单抗创新、国际化布局角度，看好公司未来发展，给与“买入”评级。
- 风险提示：收购整合不达预期、产品降价风险、经营整合管理风险；增发摊薄风险；行业政策风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	9,996	12,026	12,609	14,732	17,246	21,065	货币资金	3,067	3,696	4,029	5,800	7,800	12,000
增长率		20.3%	4.8%	16.8%	17.1%	22.1%	应收款项	2,038	2,175	2,348	2,407	2,817	3,441
主营业务成本	-5,543	-6,719	-6,308	-7,363	-8,610	-10,498	存货	1,614	1,605	1,649	1,896	2,217	2,704
%销售收入	55.5%	55.9%	50.0%	50.0%	49.9%	49.8%	其他流动资产	267	1,188	300	227	260	309
毛利	4,453	5,307	6,301	7,369	8,637	10,568	流动资产	6,987	8,664	8,325	10,330	13,094	18,453
%销售收入	44.5%	44.1%	50.0%	50.0%	50.1%	50.2%	%总资产	23.7%	24.5%	21.8%	25.7%	30.1%	37.6%
营业税金及附加	-75	-87	-106	-124	-145	-177	长期投资	11,605	14,405	17,234	17,235	17,234	17,234
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	4,907	5,681	5,765	6,384	6,896	7,297
营业费用	-1,844	-2,300	-2,815	-3,241	-3,794	-4,634	%总资产	16.6%	16.1%	15.1%	15.9%	15.9%	14.8%
%销售收入	18.4%	19.1%	22.3%	22.0%	22.0%	22.0%	无形资产	5,646	6,180	6,562	6,267	6,208	6,151
管理费用	-1,421	-1,727	-1,906	-2,225	-2,604	-3,181	非流动资产	22,489	26,672	29,876	29,888	30,340	30,685
%销售收入	14.2%	14.4%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	%总资产	76.3%	75.5%	78.2%	74.3%	69.9%	62.4%
息税前利润 (EBIT)	1,114	1,192	1,473	1,780	2,094	2,575	资产总计	29,475	35,336	38,202	40,218	43,434	49,138
%销售收入	11.1%	9.9%	11.7%	12.1%	12.1%	12.2%	短期借款	1,424	3,951	7,334	6,979	6,595	7,887
财务费用	-384	-379	-450	-423	-421	-387	应付款项	3,106	3,107	2,467	2,794	3,268	3,987
%销售收入	3.8%	3.1%	3.6%	2.9%	2.4%	1.8%	其他流动负债	748	2,479	1,138	1,864	2,155	2,537
资产减值损失	-83	-334	-70	-17	-3	-4	流动负债	5,278	9,537	10,939	11,637	12,018	14,411
公允价值变动收益	30	-11	-2	0	0	0	长期贷款	126	771	1,676	1,676	1,676	1,677
投资收益	2,141	1,925	2,347	2,530	2,830	3,010	其他长期负债	6,406	5,925	4,917	4,595	4,495	4,395
%税前利润	73.7%	70.8%	69.6%	64.2%	61.9%	57.2%	负债	11,811	16,233	17,532	17,909	18,190	20,483
营业利润	2,819	2,394	3,297	3,869	4,499	5,194	普通股股东权益	15,332	16,675	18,182	19,422	21,957	24,967
营业利润率	28.2%	19.9%	26.2%	26.3%	26.1%	24.7%	少数股东权益	2,332	2,428	2,488	2,888	3,288	3,688
营业外收支	87	324	75	70	70	70	负债股东权益合计	29,475	35,336	38,202	40,218	43,434	49,138
税前利润	2,906	2,718	3,372	3,939	4,569	5,264	比率分析						
利润率	29.1%	22.6%	26.7%	26.7%	26.5%	25.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-506	-348	-501	-591	-685	-790	每股指标						
所得税率	17.4%	12.8%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.905	0.914	1.063	1.274	1.506	1.761
净利润	2,400	2,370	2,871	3,348	3,884	4,474	每股净资产	6.843	7.214	7.857	8.393	9.488	10.789
少数股东损益	373	257	411	400	400	400	每股经营现金净流	0.452	0.519	0.701	0.807	0.902	1.114
归属于母公司的净利润	2,027	2,113	2,460	2,948	3,484	4,074	每股股利	0.270	0.280	0.320	0.360	0.410	0.460
净利率	20.3%	17.6%	19.5%	20.0%	20.2%	19.3%	回报率						
							净资产收益率	13.22%	12.67%	13.53%	15.18%	15.87%	16.32%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.88%	5.98%	6.44%	7.33%	8.02%	8.29%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	3.67%	3.60%	3.75%	4.38%	4.81%	5.26%
净利润	2,400	2,370	2,871	3,348	3,884	4,474	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	36.18%	20.30%	4.85%	16.84%	17.07%	22.14%
非现金支出	504	898	728	665	760	870	EBIT 增长率	87.68%	7.05%	23.57%	20.77%	17.65%	23.02%
非经营收益	-1,481	-1,582	-1,903	-2,118	-2,438	-2,588	净利润增长率	29.61%	4.23%	16.43%	19.84%	18.17%	16.95%
营运资金变动	-411	-486	-74	-27	-118	-179	总资产增长率	15.56%	19.88%	8.11%	5.28%	8.00%	13.13%
经营活动现金净流	1,012	1,200	1,621	1,868	2,088	2,578	资产管理能力						
资本开支	-1,034	-992	-1,214	-692	-1,139	-1,140	应收账款周转天数	40.2	42.5	46.9	42.0	42.0	42.0
投资	-1,329	-1,801	-1,076	-1	0	0	存货周转天数	95.1	87.4	94.1	94.0	94.0	94.0
其他	560	315	420	2,530	2,830	3,010	应付账款周转天数	58.2	49.6	52.3	52.0	52.0	52.0
投资活动现金净流	-1,803	-2,478	-1,870	1,837	1,691	1,870	固定资产周转天数	130.8	140.3	137.8	128.4	116.3	98.7
股权募资	31	1,466	116	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-28	3,087	2,004	-532	-384	1,293	净负债/股东权益	14.22%	21.35%	33.11%	21.14%	9.24%	-2.00%
其他	-966	-2,682	-1,532	-1,402	-1,395	-1,541	EBIT 利息保障倍数	2.9	3.1	3.3	4.2	5.0	6.7
筹资活动现金净流	-963	1,872	587	-1,934	-1,779	-248	资产负债率	40.07%	45.94%	45.89%	44.53%	41.88%	41.68%
现金净流量	-1,755	594	338	1,771	2,000	4,200							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-05	增持	18.93	N/A
2	2014-08-27	增持	18.79	N/A
3	2014-10-29	增持	19.10	N/A
4	2014-12-05	增持	21.43	N/A
5	2014-12-11	增持	21.91	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD