

国药股份 (600511.SH)

医药流通行业

评级：买入 首次评级

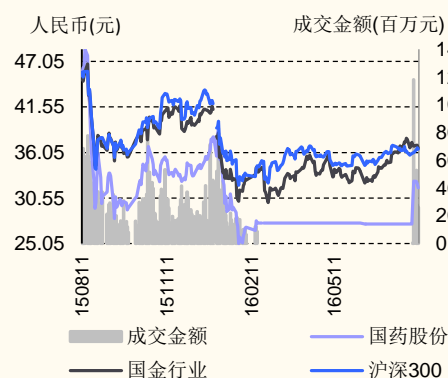
公司深度研究

市场价格 (人民币): 31.79 元

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)	277.64
总市值 (百万元)	15,221.05
年内股价最高最低 (元)	48.50/25.05
沪深 300 指数	3243.34
上证指数	3018.75



资产重组奠定北京医药商业龙头地位，协同效应有利于长远发展

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	1.008	1.071	1.222	1.394	1.591
每股净资产 (元)	5.18	6.33	7.45	8.74	10.23
每股经营性现金流 (元)	0.46	0.92	2.86	1.21	1.39
市盈率 (倍)	30.74	35.40	26.69	23.40	20.50
行业优化市盈率 (倍)	33.29	44.01	40.99	40.99	40.99
净利润增长率 (%)	17.29%	6.26%	14.07%	14.06%	14.17%
净资产收益率 (%)	19.46%	16.93%	16.40%	15.94%	15.55%
总股本 (百万股)	478.80	478.80	478.80	478.80	478.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **重组后国药股份将成为国药控股下属北京地区唯一医药分销平台和全国麻精特药一级分销平台。**本次重大资产重组的交易标的是国控北京 (100%)、北京康辰 (100%)、北京华鸿 (60%)、天星普信 (51%) 的股权。解决了长期以来和大股东的同业竞争问题，在普药流通领域，国药股份将负责北京医药商业市场，国药控股将在北京以外地区开展业务。标的资产预估值 61.8 亿元，对应 2015 年市盈率 13.8X。
- **重组方案整合渠道资源，产生协同效应。**交易标的在北京地区有深入广泛的渠道，覆盖所有三级医院及 90% 以上二级医院，可以补充公司在社区基药和军队医院的市场，同时在新特药、生化药品、血制品等领域竞争优势明显。重组方案使国药股份成为北京地区医药流通龙头以及血制品经销龙头，并有望与标的资产产生协同效应，拓宽渠道提高分销覆盖率，降低交易成本。
- **国药股份作为北京商业龙头，受益市场份额提升和为医院提供增值服务。**重组后国药股份体量达到 278 亿元的规模，占到北京药品流通 20% 的市场份额。和华润、上药共同占据将近 60% 的北京药品流通市场份额。带量采购 GPO 和两票制，将加速市场份额集中至当地龙头商业企业。另外在医院降低药占比、药品零差价等背景下，龙头商业企业更可能承接为医院提供增值服务的角色，如承接外流处方等。

投资建议

- 交易资产为北京地区的优质纯销商业资产，重组后国药股份成为国药控股的北京分销平台及精麻业务的一级分销平台。未来几年将受益于集中采购 GPO 以及两票制带来市场份额的集中，为医院提供增值服务提升盈利能力。预计公司原有业务 16—18 年 EPS 为 1.22、1.39、1.59 元，重组完成后，考虑到股权摊薄，预计公司 16—18 年 EPS 为 1.43、1.64、1.87 元。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 42.7 元目标价位，相当于重组完成后 16—18 年 30X、26X、22.8X。

风险

- 重组进程慢于预期；行业政策风险；商业整合进程低于预期；

彭婷

分析师 SAC 执业编号: S1130515090003
(8621)60230249
pengt@gjzq.com.cn

李敬雷

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

内容目录

一、国药股份重组前后基本情况.....	3
(一) 国药股份并购前基本情况.....	3
(二) 重组方案设计.....	3
(三) 标的资产具体情况.....	4
(四) 交易资产的影响及盈利预测.....	6
二、商业龙头受益市场份额集中和提供增值服务.....	7
(一) 重组后国药股份占到北京商业 20% 市场份额.....	7
(二) 带量采购 GPO 和两票制，加速市场份额集中至龙头企业.....	8
(三) 承接医院的增值服务提升盈利能力.....	10
三、盈利预测及估值.....	11

图表目录

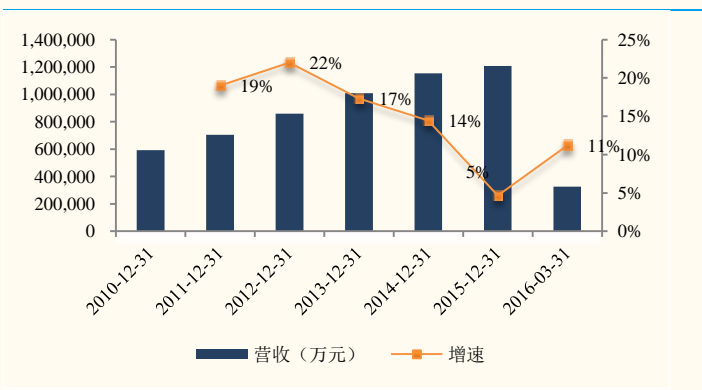
图表 1：国药股份营收及增速.....	3
图表 2：国药股份归母净利润及增速.....	3
图表 3：国药股份净利率高于同类上市公司（单位：%）.....	3
图表 4：国药股份 ROE 高于同类上市公司（单位：%）.....	3
图表 5：发行股份收购资产.....	4
图表 6：标的资产注入价格相较二级市场估值有较大折价.....	4
图表 7：国控北京营收及增速.....	5
图表 8：国控北京毛利率及净利率情况.....	5
图表 9：北京康辰营收增长.....	5
图表 10：北京康辰毛利率及净利率情况.....	5
图表 11：北京华鸿营收增长.....	6
图表 12：北京华鸿毛利率及净利率情况.....	6
图表 13：天星普信营收增速提升.....	6
图表 14：天星普信毛利率及净利率情况.....	6
图表 15：北京药品流通行业规模及增速（单位：亿元）.....	7
图表 16：重组收购资产的盈利预测（单位：百万元）.....	7
图表 17：重组后北京医药商业市场格局.....	8
图表 18：带量采购在不同地区的试点方案.....	8
图表 19：美国重点 GPO 企业列表.....	9
图表 20：嘉事堂 GPO 业务将带动业绩高速增长.....	9
图表 21：两票制利好龙头商业企业.....	10
图表 22：两票制利好龙头商业企业.....	10
图表 23：上药 DTP 业务营业收入及增速.....	11

一、国药股份重组前后基本情况

(一) 国药股份并购前基本情况

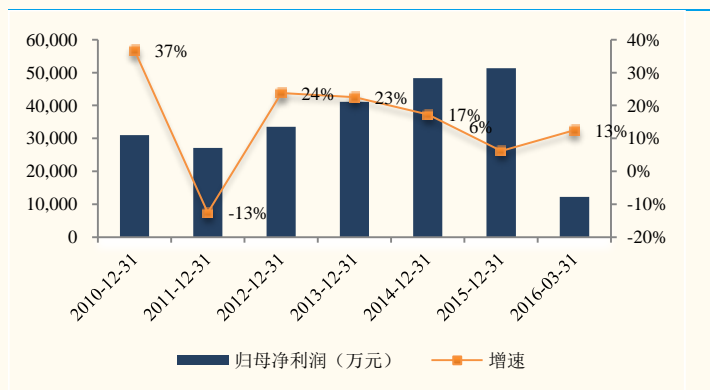
- 国药股份主营业务包括麻醉药品及第一类精神药品等特殊药品的全国一级分销业务、普通药品的北京地区分销业务和创新医疗业务。公司在麻醉药品、第一类精神药品渠道方面始终占据龙头地位，2015年在麻精类药品一级分销渠道中保持80%以上的市场份额。2015年公司营业收入达120.8亿元，净利润达5.13亿元。

图表 1：国药股份营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

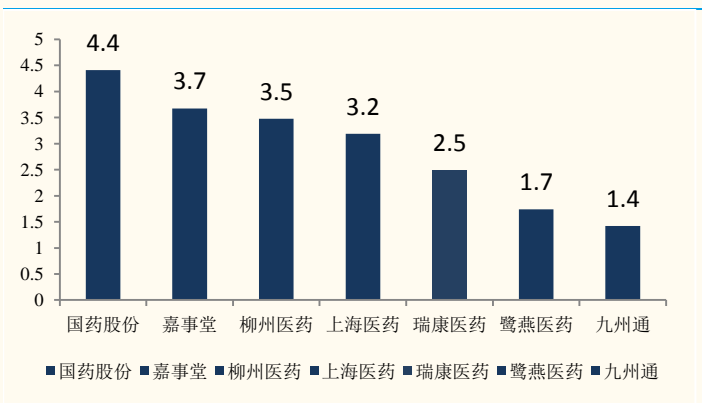
图表 2：国药股份归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

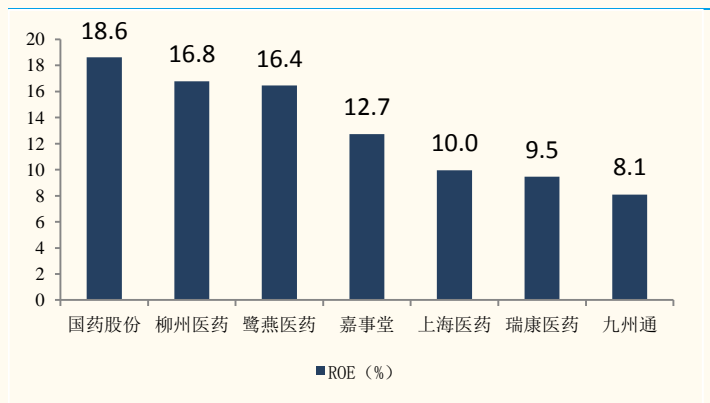
- 国药股份的盈利能力在行业里较强。一方面在于内部运营效率和管控能力较高；另一方面麻醉药品一级分销商仅有国药、上药和重庆医药三家，销售费用相对较低。2015年，国药股份净利率4.4%，ROE 18.6%，在行业属于较高水平。

图表 3：国药股份净利率高于同类上市公司 (单位：%)



来源：wind,国金证券研究所

图表 4：国药股份ROE高于同类上市公司 (单位：%)



来源：wind,国金证券研究所

(二) 重组方案设计

- 本次重大资产重组的交易标的是国控北京 (100%)、北京康辰 (100%)、北京华鸿 (60%)、天星普信 (51%) 的股权。上市公司以 25.10 元/股的价格向资产方发行股权，同时向机构定增募资不超过 11.3 亿元用于标的公司医院供应链延伸、社区医院药房托管、医院冷链物流系统和信息化系统建设。

图表 5：发行股份收购资产

标的公司	交易对方	购买比例	标的主要业务	标的资产预估值 (万元)	发行股份数 (股)
国控北京	国药控股	96%	麻醉、精神类药物 、新特药	266,848	106,313,888
	畅新易达	4%		11,119	4,429,745
		100%		277966.52	
北京康辰	国药控股	51%	血制品经销、医药 物流信息服务	52,457	20,899,147
	康辰药业	49%		50,400	20,079,573
		100%		102856.59	
北京华鸿	国药控股	51%	新特药（抗肿瘤 类，胰岛素类，心 脑血管类）	110,846	44,161,617
	畅新易达	9%		19,561	7,793,226
		60%		130406.66	
天星普信	国药控股	51%	生物制品经销	107,118	42,676,537
合计				618,348	246,353,733

来源：公司公告，国金证券研究所

- 标的资产预估价 61.8 亿元，对应 2015 年市盈率 13.8X，相对于二级市场给医药商业的估值，有较大折价。

图表 6：标的资产注入价格相较二级市场估值有较大折价

标的公司	营业收入 (亿元)	净资产(亿 元)	净利润(亿 元)	股权比例	支付对价 (亿元)	PE	PB
国控北京	89.04	10.64	2.32	100%	27.80	12.00	2.61
北京康辰	22.79	7.10	0.53	100%	10.29	19.28	1.45
北京华鸿	38.70	6.73	1.45	60%	13.04	15.01	3.23
天星普信	46.08	3.85	1.48	51%	10.71	14.19	5.45
合计	158.55	28.32	5.78	权益净利润4.47亿元	61.83	13.83	2.60

来源：公司公告，国金证券研究所

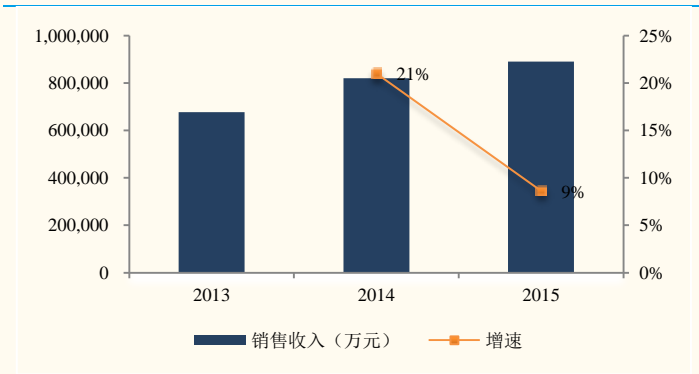
- 交易完成后，上市公司将成为国药控股下属北京地区唯一医药分销平台和全国麻精特药一级分销平台。解决了长期以来的同业竞争问题，在普药流通领域，国药股份负责北京医药商业市场，国药控股将在北京以外地区开展业务。

(三) 标的资产具体情况

1、国控北京

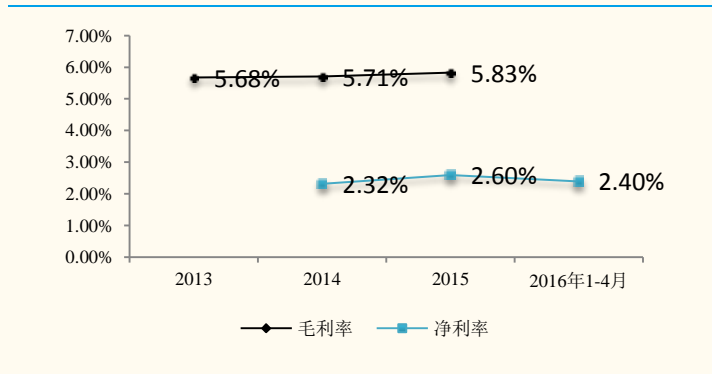
- 国控北京覆盖北京所有三级医院，95%以上的二级医院以及上千家社区医疗客户，是北京市指定的毒麻药供应单位，北京市五家社区基本医药配送商之一。不同于国药股份是全国麻精药品最主要的一级分销商，国控北京专注于北京地区的毒麻药品分销，是当地毒麻药品主要的二级分销商。国控北京 15 年的收入结构中 66%是在医院销售、19%在其他医疗机构销售、11.7%是商业调拨、2.56%是在药店销售。2015 年，国控北京营收 89 亿，同比增长 9%，毛利率在 5.83%的水平。

图表 7：国控北京营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：国控北京毛利率及净利率情况

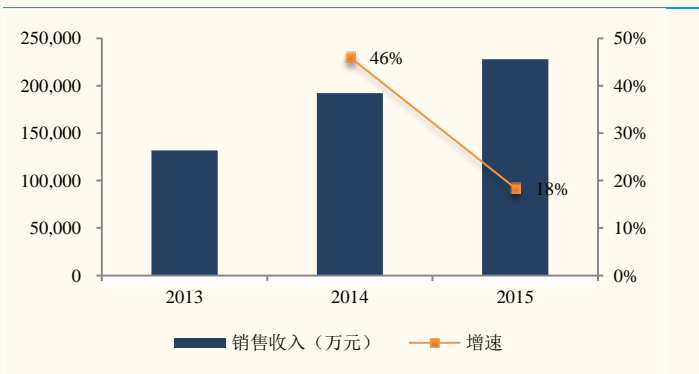


来源：公司公告，国金证券研究所

2、北京康辰

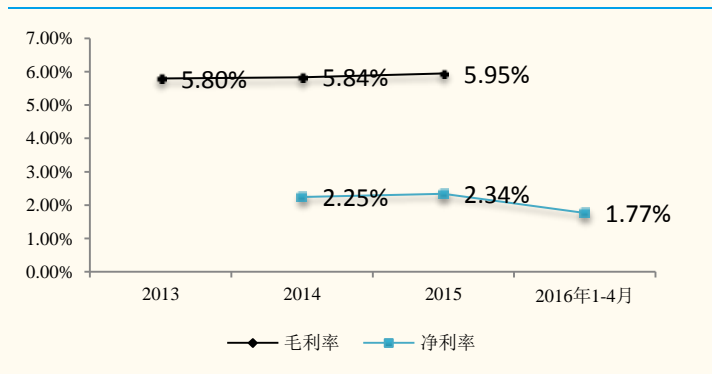
- 北京康辰主要专注于血液、肿瘤等市场空间较大的领域。康辰收入将近 90% 来自于医院销售，其中普药占比 72%、血液制品占比 28%。公司在北京血制品市场占有率达到 70% 以上。血制品占收入比重不到 30%，但提供了 30%—40% 的毛利贡献。2015 年，北京康辰实现营业收入 22.8 亿，同增 18%，毛利率 5.95%，逐年提升。

图表 9：北京康辰营收增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：北京康辰毛利率及净利率情况

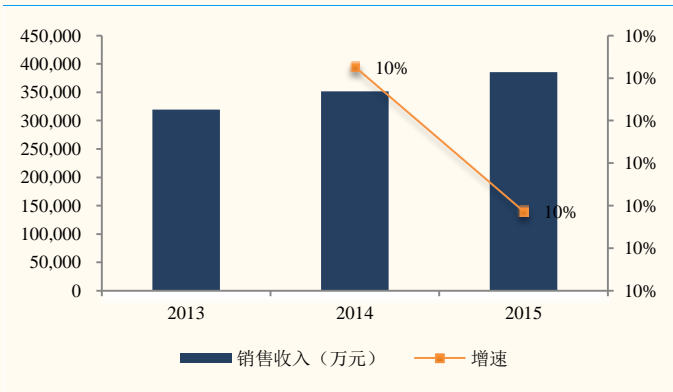


来源：公司公告，国金证券研究所

3、北京华鸿

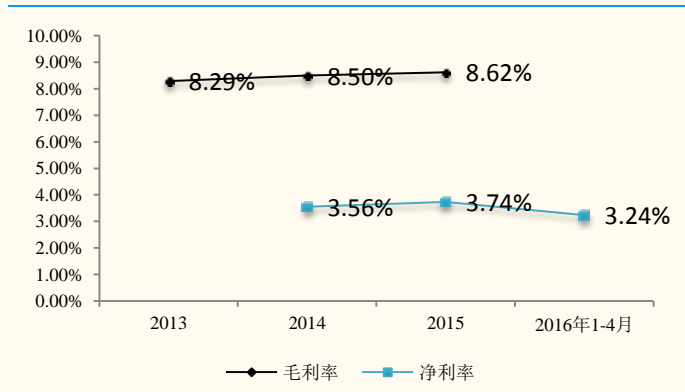
- 北京华鸿主营医药直销配送、进口及国产新特药代理、医院增值服务等。北京华鸿覆盖北京所有三级医院，90% 二级医院，在北京市医院纯销市场位列前五。2015 年，北京华鸿在北京直销业务经营药品品规 1300 个，在抗肿瘤类、胰岛素类、心脑血管类用药上有一定竞争优势。2015 年，北京华鸿的收入规模为 38.5 亿，同增 9.69%，毛利率达 8.62%。

图表 11: 北京华鸿营收增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 北京华鸿毛利率及净利率情况

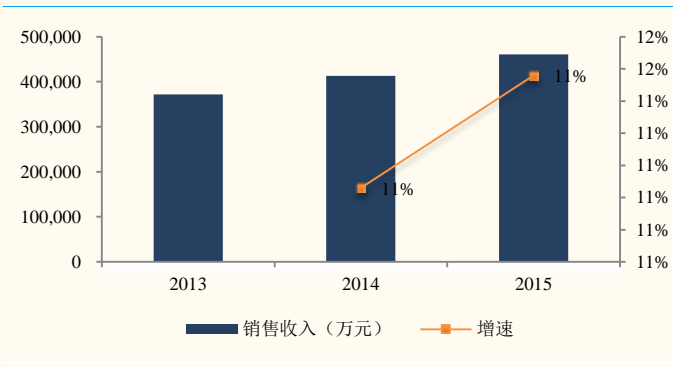


来源: 公司公告, 国金证券研究所

4、天星普信

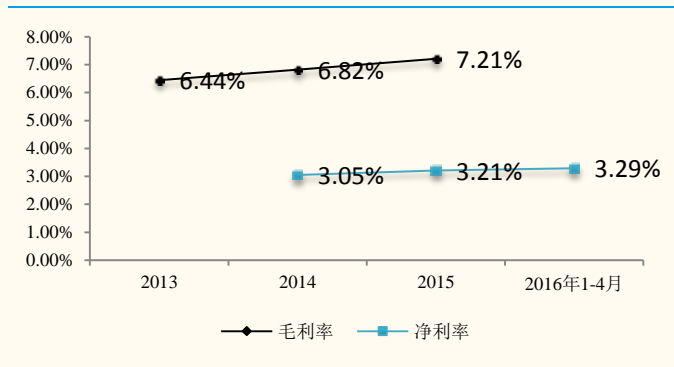
- 天星普信在北京地区覆盖各区县二级以上医院和部分小终端客户 200 余家, 其中三级医院覆盖率达 93.2%, 并拥有军队及武警医院的渠道优势。生物制品领域是天星普信的优势品种, 占其主营约 20%。与全国 500 多家供应商客户、900 多家生产厂商、600 多家销售客户有稳定合作关系。2015 年, 天星普信实现营业收入 46 亿, 同比增长 11.5%, 毛利率 7.21%。

图表 13: 天星普信营收增速提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 天星普信毛利率及净利率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

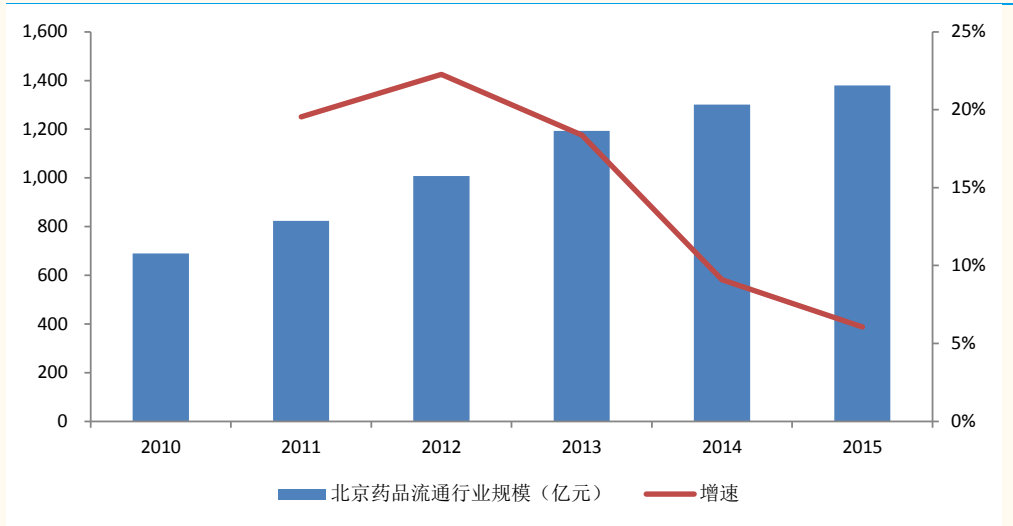
(四) 交易资产的影响及盈利预测

- **资本结构改善。**配套融资将增大公司股权融资占比, 交易完成后, 公司的业务布局、资本结构以及财务状况将得到改善。
- **消除北京地区同业竞争。**在此之前, 国药股份与国药控股的子公司国控北京在麻精领域有着直接竞争关系。交易完成后, 公司将成为国药控股下属北京地区唯一医药分销平台和全国麻精特药一级分销平台。普药领域, 公司将与国药控股明确划分地域, 国药股份主要在北京开展业务, 国药控股将在北京以外地区开展业务。交易将解决长期以来的同业竞争问题。
- **渠道整合, 协同效应降低交易成本。**交易有利于公司整合北京分销网络, 巩固公司在麻精特药分销的优势, 发挥标的公司在新特药、生化药品、血液制品、抗肿瘤药品、胰岛素类药物、心脑血管类药物等各领域的竞争优势, 产生协同效应, 拓宽渠道提高分销覆盖率, 降低交易成本。
- **血制品经销领域龙头。**北京康辰与天星普信在北京市场占据了血制品业务绝大多数市场份额, 交易完成后, 国药股份将成为北京地区血制品流通领域龙头。
- **服务延伸, 多线条发展。**募集配套资金, 以国控北京为主体, 建设供应链延伸、社区医院药房托管、信息化系统项目, 以北京康辰为主体进行冷链

物流系统项目建设。国控北京覆盖上千家社区医院，具备良好的社区医院药房托管优势，北京康辰在北京血制品流通领域深耕多年，冷链物流基础良好。而布局药房托管可应对分级诊疗、处方外流带来的需求，冷链物流建设可应对对血制品等稀缺资源的强大需求。信息化建设、供应链延伸则适应医疗机构及公司本身现代化、精准、高效管理的需要。

- 考虑到北京医药商业行业近年 6%左右的自然增长，以及收购的优质资产在北京的渠道优势，我们预计公司收购资产 16—18 年的权益净利润将保持 15%左右的内生增长。

图表 15：北京药品流通行业规模及增速（单位：亿元）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 16：重组收购资产的盈利预测（单位：百万元）

(单位：百万元)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
北京国控						
收入	6771	8194	8902	9614	10383	11214
增速		21%	9%	8%	8%	8%
净利润		190	232	269	312	358
增速			22%	16%	16%	15%
北京康辰						
收入	1317	1923	2278	2643	3066	3525
增速		46%	18%	16%	16%	15%
净利润		43	53	63	74	85
增速			23%	18%	17%	16%
北京华鸿						
收入	3193	3513	3854	4201	4579	4991
增速		10%	10%	9%	9%	9%
净利润		125	145	164	185	209
增速			16%	13%	13%	13%
天星普信						
收入	3719	4132	4607	5068	5574	6132
增速		11%	11%	10%	10%	10%
净利润		126	148	169	192	219
增速			17%	14%	14%	14%
收购资产权益净利润		372.89	447.23	515.74	594.22	680.89
增速 (%)			20%	15%	15%	15%

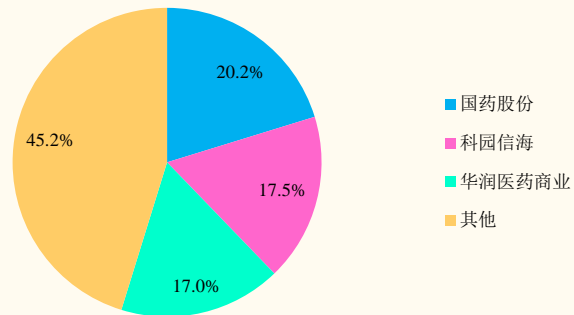
来源：公司公告，国金证券研究所

二、商业龙头受益市场份额集中和提供增值服务

(一) 重组后国药股份占到北京商业 20%市场份额

- 重组后国药股份成为北京医药商业的龙头企业。北京医药商业的龙头有国药、华润、上药的科园信海，主要占据二级及以上医院的商业业务。按照15年北京药品市场1380亿元的规模计算，重组后国药股份体量达到278亿元的规模，占到20%的市场份额。上药的科园信海15年收入规模为242亿元，占到17.5%的市场份额。华润医药商业规模与科园信海相当。

图表 17：重组后北京医药商业市场格局

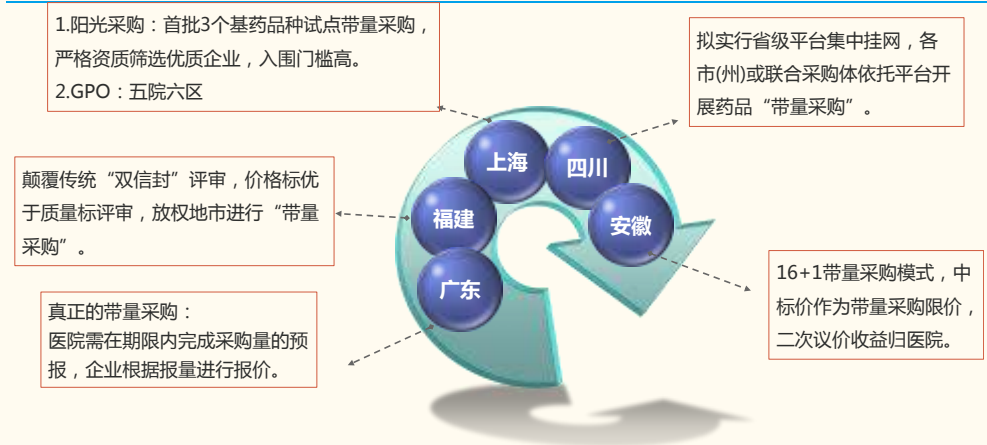


来源：公司公告，商务部，国金证券研究所

(二) 带量采购 GPO 和两票制，加速市场份额集中至龙头企业

- 2016年4月国务院常务会议要求医改试点地区扩大至200个地市和8个省份，意味着依照“省级双信封入围、地市医疗机构联合带量采购(GPO)”方式实施医院药品集中采购将正式成为主流形式。
- 带量采购 GPO 是在省级集中招标采购的基础上，由医疗机构联合体或者联合体代表与药企进行采购成交，明确采购的品种、数量及价格等，量价挂钩，以获得最低采购价格。

图表 18：带量采购在不同地区的试点方案



来源：华中科技大学同济医学院药品政策研究中心研究报告综合，国金证券研究所

- 美国药品 GPO 可节省 10%—18%的成本，医保压力下 GPO 是大势所趋。美国 90%以上的医疗机构是 GPO 会员，72%的采购是通过 GPO 完成的。根据 Dobson DaVanzo 估计，GPO 可通过压低采购价为疗养院及医院节省 10%—18%的成本。

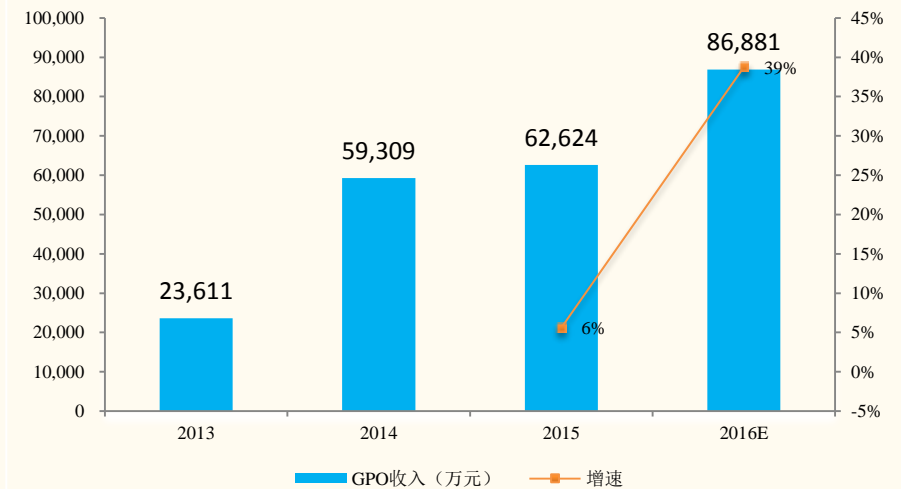
图表 19：美国重点 GPO 企业列表

GPO名称	地点	网址	2012采购额(亿美元)
1. MedAssets	Alpharetta, GA	www.medassets.com	480
2. Novation LLC*	Irving, TX	www.novationco.com	430
3. Premier Inc.	Charlotte, NC	www.premierinc.com	400
4. HealthTrust Purchasing Group	Nashville	www.healthtrustcorp.com	212
5. Amerinet Inc.	St. Louis	www.amerinet-gpo.com	80
6. PDM Healthcare	Cleveland	www.pdmhealthcare.com	*
7. U.S. Department of Defense	Washington	www.dscp.dla.mil/	51
8. U.S. Department of Veterans Affairs	Washington	www1.va.gov/oamm/index.cfm	*
9. Resource Optimization & Innovation	St. Louis	www.roiscs.com	8.17

来源：Healthcare Purchasing News, 国金证券研究所

- **北京地区 GPO 先例：嘉事堂。**2013 年嘉事堂先后与首钢总医院、鞍钢总医院、721 医院、核工业医院开展 GPO 业务，与首钢医院的协议 2013 年 6 月开始履约。2016 年 6 月又与航空总医院签署 GPO 供货协议，预计该协议年收入能占到 2015 年营收的 2-3%。待与航空总医院全国所属全部医院签订协议后，年收入预计能达到 2015 年营收的 15-20%，即 12-16 亿。加上与首钢的合同，GPO 业务预计能创收 20 亿左右，目前公司 GPO 业务净利率约 1%。

图表 20：嘉事堂 GPO 业务将带动业绩高速增长



来源：公司公告, 国金证券研究所

- 两票制和营改增的组合拳下，有利于市场集中至龙头商业企业。今年 4 月国务院办公厅发布关于《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》的通知，要求综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”。在两票制+营改增的组合拳下，小商业企业在配送、回款、成本等各项指标都不占优势，而且药品价值链受挤压也支撑不起之前冗长的代理环节，小型商业企业更可能被大型流通企业并购甚至消亡。

图表 21：两票制利好龙头商业企业

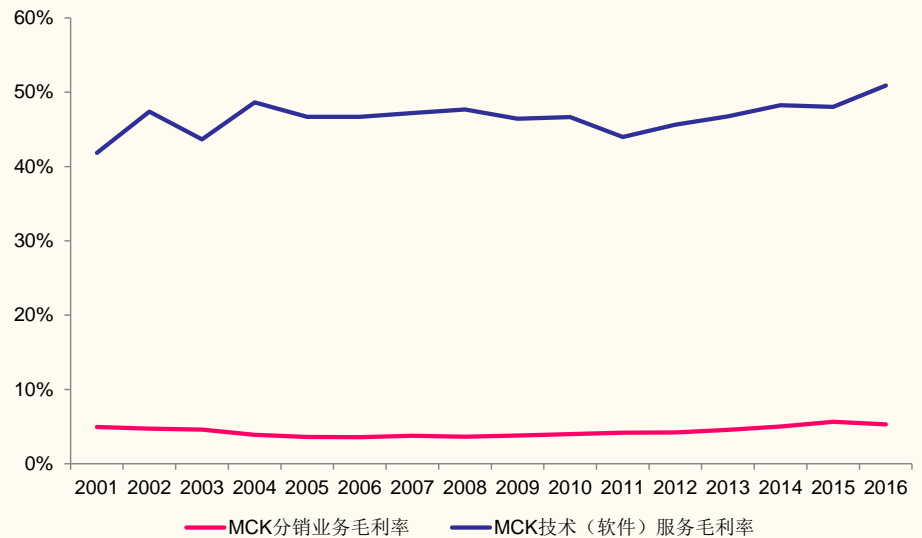
两票制对各级商业的影响						
商业类型	配送质量	回款情况	综合服务	渠道成本	两票制的影响	综合评估
全国性商业巨头	好	好	好	低	出于渠道商务成本、配送质量、回款及综合服务来看，大型商业巨头无疑占据明显优势	利好
地方龙头商业	优	好	好	中	地方性龙头企业与当地医疗机构保持良好的合作关系，两票制下，依然是厂家选择的合作伙伴	利好
地方小型商业	中	中	中	高	各项因素均不占优势，很可能在此轮政策调整中被整合	利空
地方混业经营商业	一般	一般	一般	高	所谓“混业经营”的商业，是集“代理+配送+过票”为一体的公司。过票肯E歌菜，短期内可通过配送职能赢得厂家第一票的开出而维系代理关系。	具体分析
贡献分值测算	30	50	10	10	100	

来源：华中科技大学同济医学院药品政策研究中心研究报告综合，国金证券研究所

(三) 承接医院的增值服务提升盈利能力

- MCK 作为美国的医药流通龙头，通过提供技术（软件）服务来提升企业利润率。

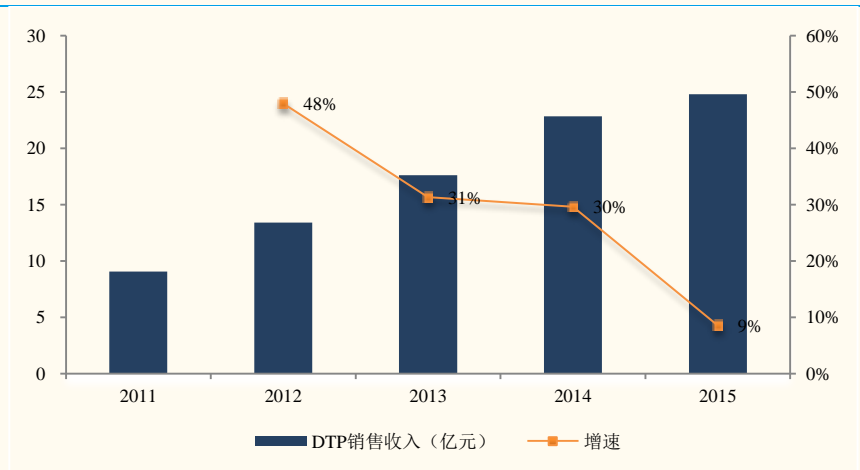
图表 22：两票制利好龙头商业企业



来源：国金证券研究所

- 在药品零差率和医院降低药占比的背景下，DTP 药房是商业企业为医院提供增值服务的一种模式。2015 年上药 DTP 业务覆盖全国 24 个城市，拥有 30 家 DTP 定点药房。上药 DTP 药房业务 2015 年实现销售收入 24.78 亿元，同增 8.6%。2011 至 2015 年 CAGR 28.6%。公司 DTP 业务增长明显要高于公司整体收入增长，在营收中的占比由 2011 年的 1.6% 上升到 2015 年的 2.3%。

图表 23：上药 DTP 业务营业收入及增速



来源：国金证券研究所

三、盈利预测及估值

- 交易资产为北京地区的优质纯销商业资产，重组后，国药股份成为国药控股的北京分销平台及精麻业务的一级分销平台。未来几年将受益于集中采购 GPO 以及两票制带来市场份额的集中，为医院提供增值服务提升盈利能力。预计公司原有业务 16—18 年 EPS 为 1.22、1.39、1.59 元。重组完成后，考虑到股权摊薄，预计公司 16—18 年 EPS 为 1.43、1.64、1.87 元。
- 我们给予公司未来 6-12 个月 42.7 元目标价位，相当于重组完成后 16—18 年 30X、26X、22.8X。
- 风险：重组进程慢于预期；行业政策风险；商业整合进程低于预期。

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	10,081	11,538	12,078	13,772	15,622	17,699	货币资金	871	757	1,474	2,685	3,026	3,454
增长率		14.5%	4.7%	14.0%	13.4%	13.3%	应收账款	2,136	2,524	2,627	2,878	3,265	3,699
主营业务成本	-9,335	-10,626	-11,118	-12,658	-14,375	-16,272	存货	964	1,043	1,158	1,040	1,182	1,337
% 销售收入	92.6%	92.1%	92.0%	91.9%	92.0%	91.9%	其他流动资产	146	96	47	65	74	83
毛利	747	912	960	1,114	1,246	1,427	流动资产	4,117	4,420	5,306	6,669	7,546	8,574
% 销售收入	7.4%	7.9%	8.0%	8.1%	8.0%	8.1%	% 总资产	81.1%	79.8%	80.9%	83.9%	83.3%	83.0%
营业税金及附加	-9	-14	-18	-21	-23	-27	长期投资	328	391	484	485	484	484
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	473	552	577	715	947	1,174
营业费用	-201	-221	-229	-262	-298	-337	% 总资产	9.3%	10.0%	8.8%	9.0%	10.5%	11.4%
% 销售收入	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	无形资产	76	91	102	75	83	91
管理费用	-144	-163	-168	-196	-223	-250	非流动资产	962	1,118	1,250	1,278	1,517	1,751
% 销售收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	% 总资产	18.9%	20.2%	19.1%	16.1%	16.7%	17.0%
息税前利润 (EBIT)	393	514	545	636	701	813	资产总计	5,079	5,538	6,556	7,947	9,063	10,324
% 销售收入	3.9%	4.5%	4.5%	4.6%	4.5%	4.6%	短期借款	400	300	300	300	300	300
财务费用	-22	-15	-15	23	39	46	应付款项	2,203	2,324	2,528	3,397	3,858	4,367
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	其他流动负债	118	91	58	180	198	218
资产减值损失	-23	-16	-2	-26	-3	-4	流动负债	2,720	2,715	2,887	3,877	4,356	4,885
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	100	0	0	0	1
投资收益	89	100	104	100	100	100	其他长期负债	163	142	155	0	0	0
% 税前利润	16.9%	16.1%	15.6%	13.3%	11.7%	10.3%	负债	2,883	2,957	3,042	3,877	4,356	4,886
营业利润	437	583	633	734	837	955	普通股股东权益	2,107	2,480	3,030	3,567	4,186	4,900
营业利润率	4.3%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%	少数股东权益	89	101	485	503	521	539
营业外收支	91	42	34	20	20	20	负债股东权益合计	5,079	5,538	6,556	7,947	9,063	10,324
税前利润	528	625	668	754	857	975	比率分析						
利润率	5.2%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-104	-127	-135	-151	-171	-195	每股指标						
所得税率	19.6%	20.3%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.859	1.008	1.071	1.222	1.394	1.591
净利润	424	498	532	603	685	780	每股净资产	4.401	5.180	6.328	7.450	8.743	10.234
少数股东损益	13	15	19	18	18	18	每股经营现金净流	0.388	0.457	0.920	2.860	1.206	1.388
归属于母公司的净利润	412	483	513	585	667	762	每股股利	0.260	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.53%	19.46%	16.93%	16.40%	15.94%	15.55%
净利润	424	498	532	603	685	780	总资产收益率	8.10%	8.72%	7.82%	7.36%	7.36%	7.38%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	12.14%	13.73%	11.39%	11.65%	11.21%	11.33%
非现金支出	48	48	44	70	54	60	增长率						
非经营收益	-70	-52	-74	-70	-100	-100	主营业务收入增长率	17.34%	14.45%	4.68%	14.03%	13.43%	13.30%
营运资金变动	-217	-276	-62	766	-61	-75	EBIT 增长率	57.14%	30.85%	6.12%	16.63%	10.25%	15.91%
经营活动现金净流	186	219	440	1,370	578	665	净利润增长率	22.54%	17.29%	6.26%	14.07%	14.06%	14.17%
资本开支	-122	-146	-68	-85	-269	-270	总资产增长率	11.40%	9.03%	18.39%	21.21%	14.04%	13.92%
投资	0	0	0	-1	0	0	资产管理能力						
其他	8	59	15	100	100	100	应收账款周转天数	64.8	67.6	68.3	68.0	68.0	68.0
投资活动现金净流	-114	-88	-53	14	-169	-170	存货周转天数	39.9	34.5	36.1	30.0	30.0	30.0
股权募资	0	0	430	0	0	0	应付账款周转天数	64.1	58.7	60.7	60.0	60.0	60.0
债权募资	250	0	-100	-153	0	1	固定资产周转天数	10.0	15.4	17.1	16.0	14.9	13.7
其他	-124	-254	26	-20	-68	-68	偿债能力						
筹资活动现金净流	126	-254	356	-173	-68	-67	净负债/股东权益	-21.46%	-13.82%	-33.42%	-58.60%	-57.91%	-57.97%
现金净流量	198	-122	743	1,210	341	428	EBIT 利息保障倍数	17.5	33.3	36.4	-27.3	-18.1	-17.8
							资产负债率	56.77%	53.40%	46.40%	48.79%	48.06%	47.32%

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

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。

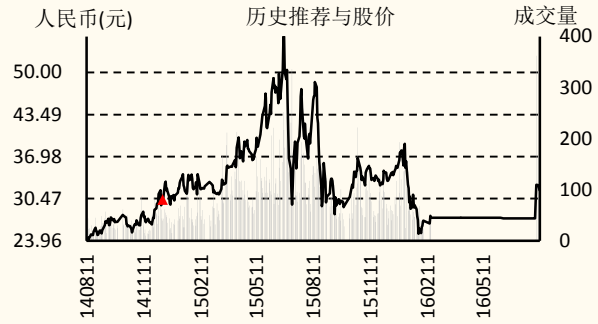
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-12-12	增持	30.31	N/A

来源：国金证券研究所



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