

恩华药业 (002262.SZ) 化学制药行业

评级：买入 维持评级

公司深度研究

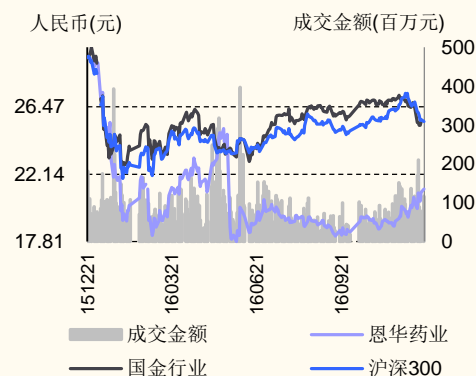
市场价格(人民币)：21.19元

分线改革释放潜力 医保招标助力增长

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)	524.89
总市值(百万元)	13,364.89
年内股价最高最低(元)	29.64/17.81
沪深300指数	3328.98
深证成指	10283.16



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.568	0.532	0.487	0.617	0.792
每股净资产(元)	2.65	3.74	4.31	5.06	6.03
每股经营性现金流(元)	0.41	0.42	0.84	0.81	1.02
市盈率(倍)	43.67	54.97	42.34	33.44	26.06
行业优化市盈率(倍)	39.61	67.75	58.42	58.42	58.42
净利润增长率(%)	26.68%	15.71%	19.01%	26.64%	28.29%
净资产收益率(%)	21.40%	14.24%	14.69%	15.87%	17.08%
总股本(百万股)	393.12	485.17	630.72	630.72	630.72

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **营销改革促进销售精细化，刺激潜力新产品放量，提升未来盈利。**公司持续多年的产品分线改革，到今年基本成型；根据麻醉、精神、低价药等领域，划分不同的销售线，二线品种协同性高，潜力大。通过有效的激励措施，解决了新品种放量的销售机制问题，同时销售力量今年有所增加，改革效果逐步显现。
- **政策面的医保和招标周期叠加，有望提升公司的增长趋势。**公司有品种在等待进入新版的医保目录，有望为明年带来额外的增量。公司过去几年陆续获批了麻醉药、精神科等多个大品种，目前都面临着招标推进的影响。由于公司新产品数量多，招标放量的影响可能大于存量降价的影响，是招标受益的标的之一。
- **聚焦精麻领域的线上线下布局，提升服务能力。**公司搭建的“好欣晴”移动医疗产品，今年运营以来逐步累积医院、医生、患者的资源。作为公司聚焦精神领域的线上尝试，预计未来能与线下形成较好的互补，强化公司中枢神经领域专业聚焦的地位。
- **公司基本面有望触底逐步好转。**由于行业整体调整、公司自身销售体系调整的双重影响，公司从2014Q2开始收入增速放缓，盈利增速也在2015年降至20%以内，为上市以来最低的情况；经历了两年的调整后，今年增速略有回升。结合国金医药对明年行业趋势的判断，我们预计公司将逐步进入收入与盈利增速提升的周期。

投资建议

- 我们认为公司是符合明年医药行业投资逻辑的标的，二线品种受益招标和医保，自身销售调整完成带来保障。看好公司专注于精麻领域的布局，维持“买入”评级。

估值

- 假设公司销售调整效果能够顺利延续，结合对招标放量的预期，我们预计公司2016-2018年EPS为0.49元、0.62元、0.79元。

风险

- 产品降价风险；新产品进程低于预期；限售股解禁；非制剂业务的拖累。

相关报告

1. 《医保招标提趋势，营销改革促成效-恩华药业公司点评》，2016.12.9
2. 《三季度增长平稳，新品种表现优异-恩华药业公司点评》，2016.10.26
3. 《受益新产品放量，业绩增速逐步恢复-恩华药业公司点评》，2016.8.1
4. 《一季度利润较快增长，公司度过业绩低谷-恩华药业公司点评》，2016.3.29

孙炜 联系人
weisun@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

营销改革促进销售精细化，刺激潜力新产品放量	3
销售推进精细化营销	3
新产品线二线品种潜力巨大，放量有望提升整体制剂增速	4
政策面的医保和招标周期叠加，有望提升公司的增长趋势	7
医保目录调整，右美托咪定和齐拉西酮注射液有潜力	7
招标周期助力二线品种省份覆盖，推动销售增长	7
主力品种价格麻醉压力小、精神类部分竞争有压力	9
聚焦精麻领域，线上线下布局，提升服务能力	10
“好欣晴”产品帮助公司更好服务医院、医生、患者	10
盈利预测与风险提示	10

图表目录

图表 1: 恩华分产品线主要品种情况与竞争格局	3
图表 2: 麻醉药品支出金额占比	4
图表 3: 精神药品支出金额占比	4
图表 4: 全麻分类及主要用药（红色为恩华拥有品种）	4
图表 5: 麻醉药品分类市场规模（2015 年，百万人民币）及品种市场份额	5
图表 6: 精神分裂药物市场份额变化（2011-15）	5
图表 7: 神经科和内科门急诊人次及各类医疗机构分布	6
图表 8: 综合医院主要内科门诊患者抑郁焦虑患病率	6
图表 9: 抗抑郁焦虑药物作用机制及代表性药物	6
图表 10: 新老品种收入占比及复合增速	6
图表 11: 右美托咪定（200 μ g）中标省份数量和均价	7
图表 12: 右美托咪定市场规模（百万）与企业份额	7
图表 13: 丙泊酚（200mg）中标省份数量和均价	7
图表 14: 丙泊酚市场规模（百万）与企业份额	7
图表 15: 度洛西汀（20mg）中标省份数量和均价	8
图表 16: 度洛西汀市场规模（百万）与企业份额	8
图表 17: 阿立哌唑（5mg）中标省份数量和均价	8
图表 18: 阿立哌唑市场规模（百万）与企业份额	8
图表 19: 依托咪酯各省中标时间和价格	9
图表 20: 国产利培酮终端均价	9
图表 21: 国产利培酮市场规模与企业份额	9
图表 22: 齐拉西酮胶囊（20mg）中标省份数量和均价	10
图表 23: 齐拉西酮市场规模（百万）与企业份额	10

营销改革促进销售精细化，刺激潜力新产品放量

销售推进精细化营销

- 恩华药业上市以来保持着麻醉、精神、神经的销售架构，麻醉主要覆盖综合医院麻醉科，精神、神经主要覆盖精神专科医院。随着老品种科室逐步成熟、新品种开始上市，公司从销售渠道上进行产品线梳理，推进分线的精细化销售改革。
- 麻醉线
 - 老品种目标科室差异化：主力品种咪达唑仑和依托咪酯，前者逐步从麻醉诱导拓展到 ICU 镇静，后者由常规的全麻手术逐步拓展到无痛人流镜和日间手术等；
 - 品种丰富化：右美托咪定，优先布局 ICU 领域；瑞芬太尼、丙泊酚等品种，作为全麻镇痛和维持，未来主要集中在麻醉科。
- 精神线
 - 老品种目标医院差异化：主力品种利培酮、齐拉西酮的目标患者主要集中在专科医院；而丁螺环酮和加巴喷丁原先借助专科医院渠道销售放量较慢，而综合医院神经内科、消化内科等存在大量的潜在受众；
 - 品种丰富化：阿立哌唑将继续巩固恩华在精神分裂领域的优势地位；度洛西汀是美国抗焦虑抑郁销售额最大的药物，有能力分享艾司西酞普兰、氟哌噻吨/美利曲辛、帕罗西汀、文拉法辛等类似品种在综合医院近 30 亿人民币的存量市场。
- 低价药线
 - 低价药虽然目前竞争格局较差，但议价压力较小，一致性评价给这些品种带来重焕新生的机会，公司提前布局等待收获。

图表 1：恩华分产品线主要品种情况与竞争格局

旧分组	新分组	产品名称	剂型	上市时间	医保	管制	领域	国产企业及上市时间	进口
麻醉线	ICU	咪达唑仑	注射液	1998	基药	精神二类	麻醉诱导、ICU镇静	人福2006、九旭2011	德国Hexal
		氟马西尼	注射液	2005	基药		逆转苯二氮草类药物所致的中枢镇静	浙江奥托康等10家企业	
		右美托咪定	注射液	2011	3省		麻醉诱导或苏醒、ICU镇静	恒瑞2009、国瑞2011、辰欣2016	
	麻醉	依托咪酯	脂肪乳注射液	2002	乙类		麻醉诱导、维持	恒瑞水针（副作用大）	德国贝朗
丙泊酚		注射液	2012	基药		麻醉诱导、维持	西安力邦1999、四川国瑞2003、广东嘉博2005	Fresenius、AZ	
		瑞芬太尼	注射液	2014	乙类	麻醉	麻醉镇痛	人福2003、国药廊坊2012	
精神线	精神分裂	利培酮	片	2005	基药		抗精神分裂	齐鲁2004、华海2005、常四药2005等6家	强生
		利培酮	分散片	2010	基药		抗精神分裂	华海2013	
		齐拉西酮	胶囊	2006	乙类		抗精神分裂	重庆圣华曦2005（片剂）	辉瑞
	齐拉西酮	注射液	2009	2省		抗精神分裂	重庆圣华曦2006	辉瑞	
	氯氮平	口腔崩解片	2010	基药		抗精神分裂	湖南洞庭2010、海南中化联合2012、北京益民2014		
		阿立哌唑	片	2014	基药		抗精神分裂	康弘、上药中西2004	大冢
抑郁神经		丁螺环酮	片	1999	乙类		抗焦虑障碍	北大医药1999、北京华素2000	
		氯硝西泮	片	1993	基药	精神二类	癫痫治疗、抗焦虑障碍	上药信谊、湖南洞庭等9家	
		加巴喷丁	胶囊	2004	乙类		镇神经痛、癫痫辅助治疗	恒瑞2003、海南赛立克2008（片剂）	
		西酞普兰	片	2005	乙类		抗抑郁障碍	科伦2004、海正辉瑞2005等11家（两种酸根）	灵北
		度洛西汀	肠溶片	2013	乙类		抗焦虑和抑郁障碍	上海中西2006	礼来

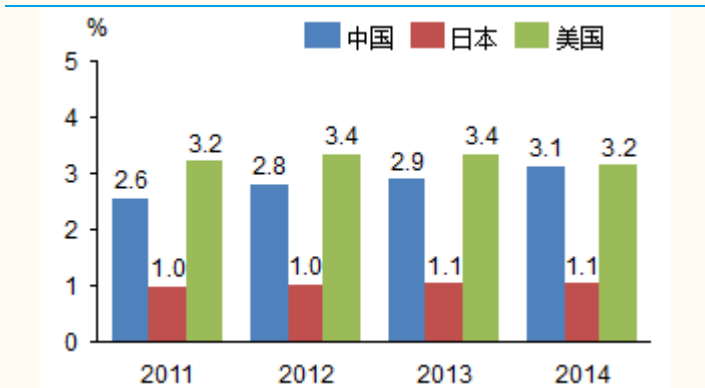
来源：国金证券研究所，CFDA

- 销售队伍日臻完善，在新的销售政策和考核制度下，我们认为营销改革的成果在收入和费用上都将会逐步兑现。
 - 根据年报披露，销售人员数量从 2013 年的 1,332 人减少到 2014 年的 1,150 人，2015 年人数又增加到 1,220 人；
 - 销售费用率方面，制剂板块：母公司销售费用率 2010-13 年销售费用率在 48% 以上，2014-15 年由于销售精细化降到 42% 左右，预计整体制剂板块销售费用率预计稳中有降。

新产品线二线品种潜力巨大，放量有望提升整体制剂增速

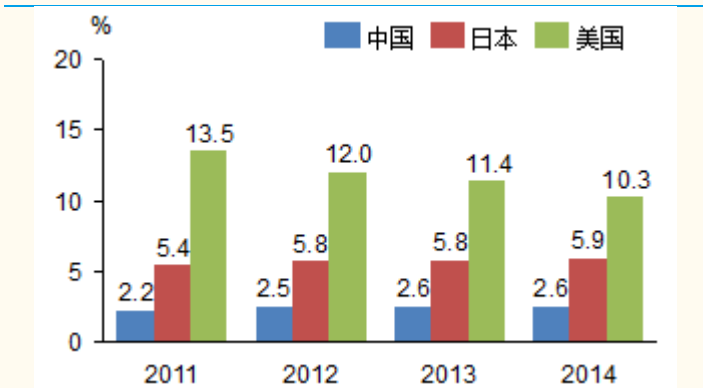
- 从各国疾病谱支出的比较来看，
 - 中国精神药品支出 2014 年仅 2.6%，远低于日本的 5.9%和美国的 10.3%，根据《综合医院焦虑抑郁诊断和治疗的专家共识 2012》，综合医院就诊患者焦虑障碍、抑郁障碍、抑郁和焦虑共病的校正患病率分别为 8.6%、12.0%和 4.1%，识别率和治疗率不到 10%。借助行业发展机遇，公司未来主要看点在凭借度洛西汀等新品种拓展综合医院。

图表 2：麻醉药品支出金额占比



来源：国金证券研究所

图表 3：精神药品支出金额占比



来源：国金证券研究所

- 麻醉领域，以组合方案抢占瑞芬和丙泊酚的存量市场
 - 主力品种依托咪酯放量，从逐步饱和的普通全麻手术，逐步培育到日间手术和无痛内镜；
 - 丙泊酚与依托咪酯有一定程度上的替代，因此推广较慢；瑞芬太尼则可以与依托咪酯互补；
 - 镇静用药咪达唑仑和右美托咪定也可以借助麻醉市场有所增长，公司差异化市场定位在 ICU。

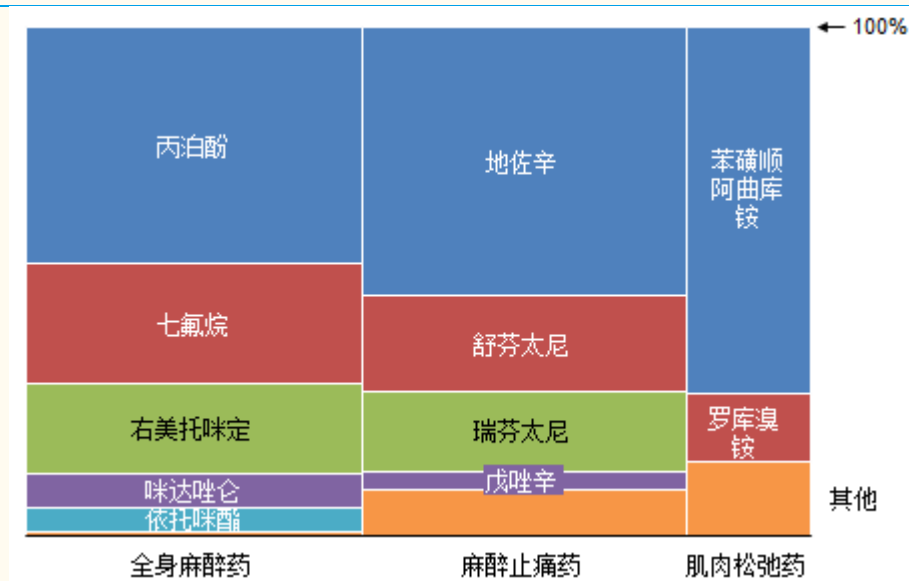
图表 4：全麻分类及主要用药（红色为恩华拥有品种）

分类	诱导			维持	苏醒
	镇静	镇痛	肌松		
普通手术	右美托咪定、 依托咪酯	地佐辛、芬太尼系列	苯磺顺阿曲库胺	七氟烷、丙泊酚	右美托咪定
日间手术	丙泊酚、依托咪酯			丙泊酚、依托咪酯、地氟醚	
无痛内镜	咪达唑仑、丙泊酚				

来源：国金证券研究所，指南

- ICU 领域，差异化推广新产品右美托咪定
 - 咪达唑仑凭借性价比和顺时遗忘的特征，帮助恩华牢牢占据 ICU 镇静市场；
 - 右美托咪定，公司选择避开目前竞争对手主战场麻醉科，预计可以借助 ICU 科室地位放量；

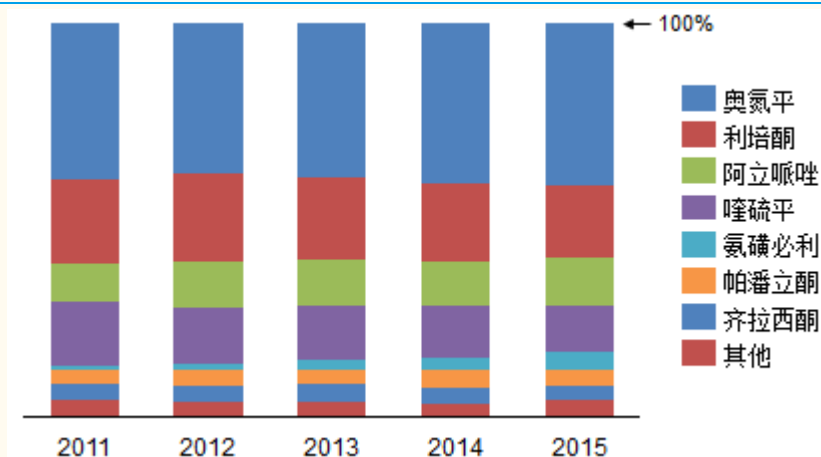
图表 5: 麻醉药品分类市场规模 (2015 年) 及品种市场份额



来源: 国金证券研究所

- 精神分裂领域, 阿立哌唑接力利培酮, 聚焦专科医院, 挤压部分奥氮平市场
 - 精神分裂的主要神经递质病因学假说目前还是以多巴胺假说为主, 认为纹状体 D2 系统的高多巴胺能状态引发阳性症状, 而前额叶 D1 系统的多巴胺能状态与较高级别的认知功能缺陷相关; 第一代典型药物, 作用于中枢 D2 受体, 如氯丙嗪、奋乃静等, 目前使用已较少, 目前以第二代非典型药物为主, 具有较高的 5-HT2 受体阻断作用, 称多巴胺-5-羟色胺受体拮抗剂 (SDAs), 对中枢边缘系统的作用比对纹状体系统的作用更具有选择性;
 - 整个精神分裂市场预计 2015 年约 50.4 亿人民币, 复合增速 20%, 从处方量来讲, 在美国和日本奥氮平和阿立哌唑不相伯仲;
 - 阿立哌唑作为第二代药物中较新的药物, 对阳性和阴性症状均有效果, 急性期效果与奥氮平相当; 长期预防来看, PANSS (阳性和阴性症状量表) 总分与奥氮平无差异, 但是认识能力改善显著优于奥氮平, 且有效治疗时间最长。

图表 6: 精神分裂药物市场份额变化 (2011-15)



来源: 国金证券研究所

- 抑郁神经领域，度洛西汀、加巴喷丁在综合医院消化内科、神经内科等科室抢占相比专科医院数倍的潜力市场
 - 单从精神科门急诊来看，以专科医院为主，但综合医院占比逐步提高
 - 从内科来看，综合医院占比超过 50%，主要内科门诊患者抑郁焦虑患者比例约 10%（图表 8），如消化内科常见的功能性消化不良、肠易激综合征等大多存在明显的焦虑和抑郁，据此推算仅综合医院内科中潜在人群就是精神科的 2 倍。

图表 7：神经科和内科门急诊人次及各类医疗机构分布

百万人次	2009	2011	2013	2014	CAGR 09-13	Yoy 13-14
精神科						
专科医院	18	22	27	30	10.9%	8.3%
综合医院	4	5	7	8	13.1%	13.4%
其他医疗机构	0	1	1	1	17.4%	14.7%
内科						
综合医院	389	448	553	601	9.2%	8.7%
其他医院	7	9	12	13	11.9%	8.9%
基层医疗机构	448	468	513	524	3.5%	2.2%

来源：国金证券研究所，中国卫生统计年鉴

图表 8：综合医院主要内科门诊患者抑郁焦虑患病率

	统计例数	抑郁障碍	焦虑障碍	抑郁焦虑共病	任一诊断	患病率
神经内科	2,235	216	159	79	296	13.2%
消化内科	1,995	181	117	59	239	12.0%
心内科	2,123	140	100	53	187	8.8%

来源：国金证券研究所，《综合医院就诊者中抑郁焦虑障碍的患病率调查》（何燕玲,2009）

- 整个抑郁焦虑用药市场 2015 年约 49.0 亿，复合增速 20.2%；其中丁螺环酮和坦度螺酮逐步替代苯二氮革类；而度洛西汀为双靶点神经递质再摄取抑制剂，在美国、日本早已是一线主流药物；加巴喷丁、氯硝西洋和普瑞巴林（在临床）虽然是癫痫的辅助用药，但也可用于神经痛和抗焦虑。

图表 9：抗抑郁焦虑药物作用机制及代表性药物

作用机制	药品	适应症
选择性5-HT再摄取抑制剂(SSRI)	艾司西酞普兰、帕罗西汀、舍曲林、米氮平、氟西汀	焦虑+抑郁
选择性5-HT及NE再摄取抑制剂(SNRI)	文拉法辛、度洛西汀	焦虑+抑郁
NE及特异性5-HT能抗抑郁药(NaSSA)	米氮平	抑郁
5-HT受体拮抗和再摄取抑制剂(SARIs)	曲唑酮	焦虑+抑郁
选择性5-HT _{1A} 受体激动剂	丁螺环酮、坦度螺酮	焦虑
γ-氨基丁酸系统(GABA)抑制剂	苯二氮革类药物(BZD)，如地西洋、阿普唑仑、氯硝西洋	焦虑
其他	氟哌噻吨/美利曲辛	焦虑+抑郁

来源：国金证券研究所

- 二线品种收入占比提升，未来几年有望保持近 50%复合增速，带动整体制剂收入增速重回 20+%

图表 10：新老品种收入占比及复合增速

Rmb m	2015A	2016E	2017E	2018E	CAGR
老品种	830	920	1,045	1,174	12.3%
新品种	278	404	619	898	47.9%
占比	25.1%	30.5%	37.2%	43.3%	
Total	1,108	1,323	1,664	2,073	23.2%

来源：国金证券研究所

政策面的医保和招标周期叠加，有望提升公司的增长趋势

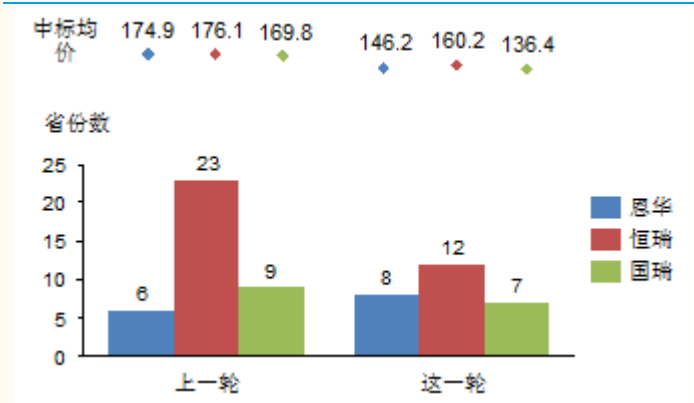
医保目录调整，右美托咪定和齐拉西酮注射液有潜力

- 右美托咪定注射液进入 3 个省份医保，在临床麻醉和 ICU 短期镇静不可或缺；
- 齐拉西酮注射液进入 2 个省份医保，并且齐拉西酮口服固体制剂在全国医保乙类，齐拉西酮注射液对精神分裂急性发作期起效迅速，有临床需求。

招标周期助力二线品种省份覆盖，推动销售增长

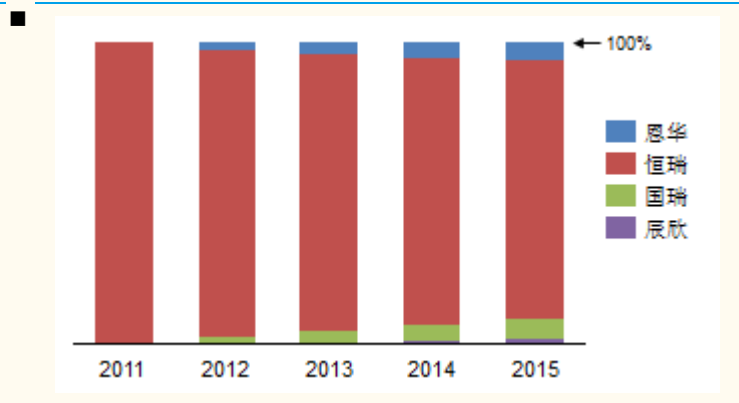
- 公司二线潜力品种都是近年获批（右美托咪定 2011/ 丙泊酚 2012/ 度洛西汀 2013/ 阿立哌唑 2014），没有赶上上一轮招标周期（10-13 年），省份拓展上落后与竞争对手，随着 15 年各省药品集中采购的出台，覆盖省份有望大幅增加
- 右美托咪定 14 年以来中标省份不断增加，恩华在优势科室 ICU 差异化竞争抢夺市场

图表 11：右美托咪定（200 μg）中标省份数量和均价



来源：国金证券研究所，药智网

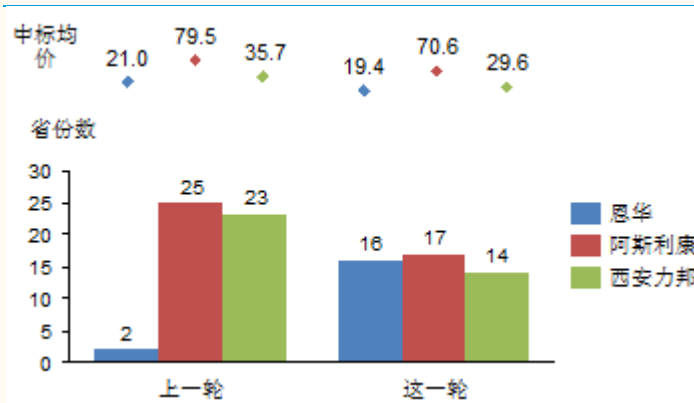
图表 12：右美托咪定市场规模（略）与企业份额



来源：国金证券研究所

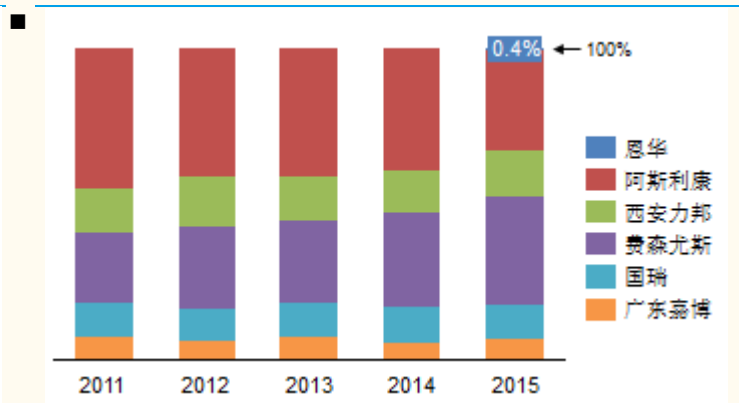
- 丙泊酚 14 年以来通过低价中标省份大幅增加到 16 个，13 年之前仅 2 个；而阿斯利康和西安力邦 13 年前中标省份就超过 20 个，存量市场巨大

图表 13：丙泊酚（200mg）中标省份数量和均价



来源：国金证券研究所，药智网

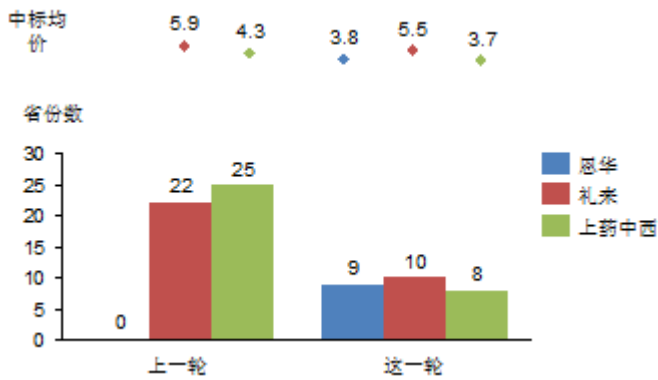
图表 14：丙泊酚市场规模（略）与企业份额



来源：国金证券研究所

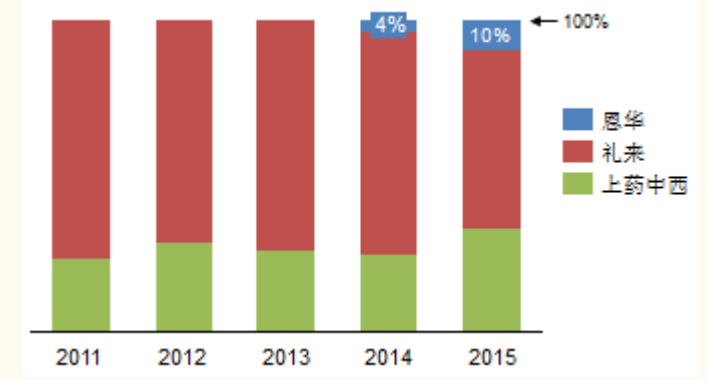
- 度洛西汀在新一轮招标中从无到有，进入 9 个省份，中标价格为原研的 69%，价格体系较好

图表 15: 度洛西汀 (20mg) 中标省份数量和均价



来源: 国金证券研究所, 药智网, 礼来按照 60mg 换算

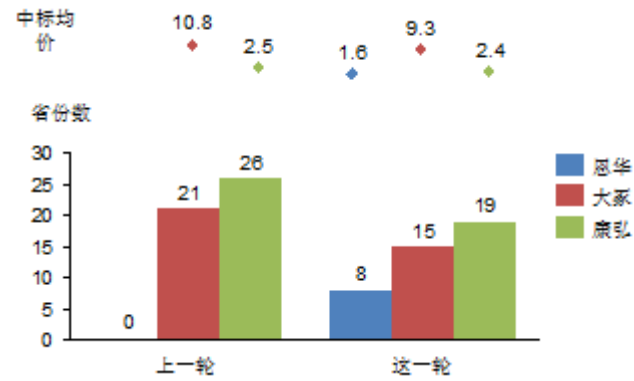
图表 16: 度洛西汀市场规模 (略) 与企业份额



来源: 国金证券研究所

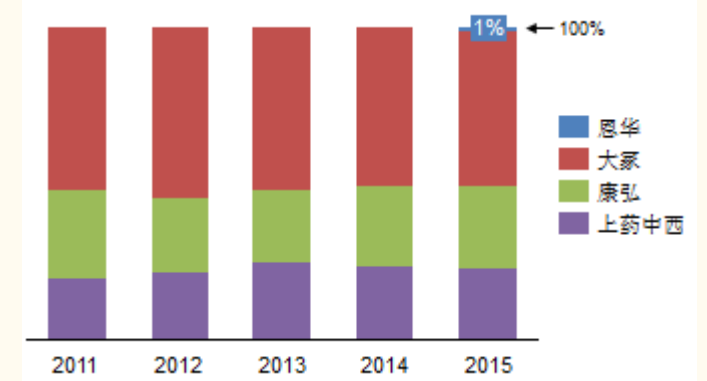
- 阿立哌唑新进入 8 个省份; 恩华目前获批 10mg, 目前竞争对手销售主力是 5mg, 但阿立哌唑的初始推荐服用剂量 10mg, 恩华的中标价极具价格优势

图表 17: 阿立哌唑 (5mg) 中标省份数量和均价



来源: 国金证券研究所, 药智网, 恩华按照 10mg 换算

图表 18: 阿立哌唑市场规模 (略) 与企业份额



来源: 国金证券研究所

主力品种价格麻醉压力小、精神类部分竞争有压力

- 依托咪酯脂肪乳注射液，目前仅 2 家企业，恩华与贝朗，恩华占据 94% 市场份额，价格体系稳固，在新一轮招标中平均降幅仅 3%；公司 15 年代理德国贝朗依托咪酯后，价格体系更加有保障

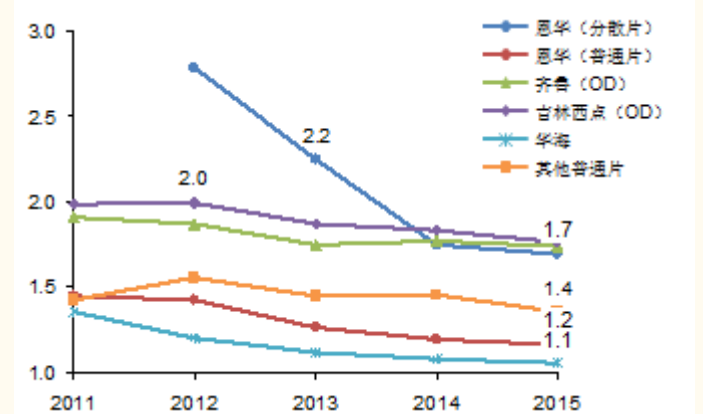
图表 19：依托咪酯各省中标时间和价格

省份	恩华药业				德国贝朗			
	时间		价格		时间		价格	
	上一轮	这一轮	上一轮	这一轮	上一轮	这一轮	上一轮	这一轮
北京	2010-10	2014-12	39.7	39.4	2010-10	2014-12	43.3	37.8
福建		2015-12		38.2	2012-8		37.8	
甘肃	2009-1		44.2					
广东		2015-9		39.6	2009-1	2016-9	44.2	39.6
广西	2011-4		40.1		2011-4		43.3	
贵州	2009-1		40.6		2009-1		44.3	
海南	2013-12	2014-10	41.9	41.9	2013-12	2014-10	43.2	43.2
河北	2010-11		41.5		2010-11		44.6	
河南	2009-9		39.5		2009-8		44.6	
黑龙江								
湖北	2013-1	2016-9	40.5	38.5	2013-1	2014-12	41.3	40.6
湖南		2015-2		38.7		2015-2		38.7
吉林	2013-2	2014-4	43.2	41.1		2014-4		40.9
江苏	2010-7		39.8					
江西	2010-7		40.4		2010-7		44.6	
辽宁	2010-10		41.4		2010-12		44.2	
内蒙古	2011-1		47.3		2011-1		48.0	
宁夏								
青海	2012-8		42.5		2012-8		42.9	
山东	2013-7		39.5		2011-8	2016-9	43.2	37.8
山西	2009-1		40.0					
陕西	2012-6		40.4		2012-6		42.9	
上海		2015-9		39.8		2015-9		42.4
四川	2013-3	2015-4	41.5	39.2	2011-12	2015-4	42.8	39.1
天津	2013-3		39.8		2013-3	2016-3	42.4	37.8
云南		2015-9		41.4	2011-6		43.6	
浙江		2016-1		39.5	2010-11		40.0	
重庆		2016-11		41.0		2016-11		42.8
安徽								
新疆								
中标区域	19	12	41.3	39.9	19	11	43.2	40.1

来源：国金证券研究所，药智网

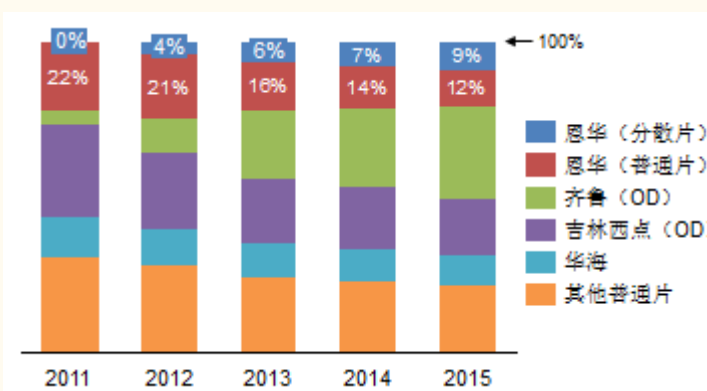
- 咪达唑仑注射液，目前有 4 家企业，恩华占据市场份额超过 80%，人福约占 10%；是精神二类管制药品，可以不招标，且价格仅 20 元/支，价格压力较小
- 利培酮普通片市场竞争格局较差，价格体系难以维护；恩华 2010 年获批分散片，相比与普通片有较好的价格优势，逐步替代普通片，从而整体收入维持平均，但目前开始受到其他分散片的价格压力（甚至低于普通片），预计未来价格压力仍然较大

图表 20：国产利培酮终端均价



来源：国金证券研究所

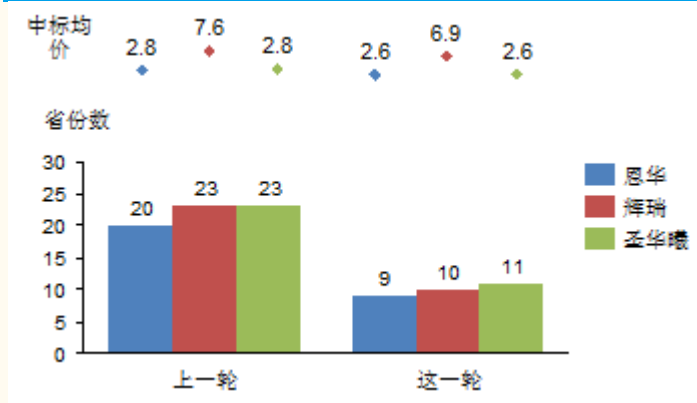
图表 21：国产利培酮市场规模 (略) 与企业份额



来源：国金证券研究所

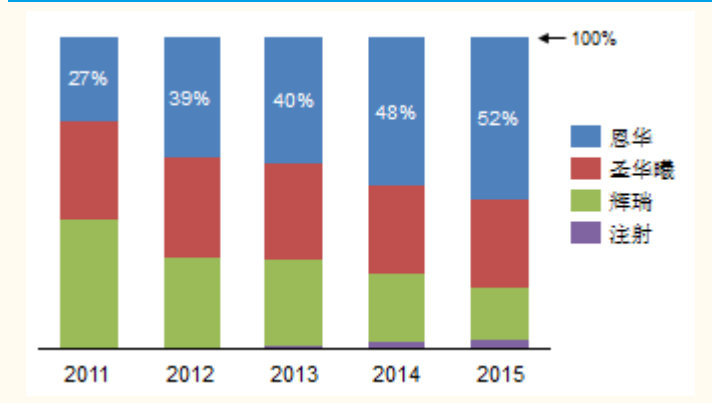
- 齐拉西酮目前以胶囊为主，注射剂由于未进医保市场份额不到 3%；在胶囊市场，恩华上一轮标期中中标 20 个省份，凭借专科医院全覆盖的优势，获得超过 50% 市场份额；目前竞争格局较好，最近一轮标期中，价格降幅 5% 左右

图表 22：齐拉西酮胶囊（20mg）中标省份数量和均价



来源：国金证券研究所，药智网，辉瑞按照 40mg 换算

图表 23：齐拉西酮市场规模（略）与企业份额



来源：国金证券研究所

聚焦精麻领域，线上线下布局，提升服务能力

“好欣晴”产品帮助公司更好服务医院、医生、患者

- 公司 2015 年 10 月搭建“好欣晴”移动医疗产品，旨在打造国内精神心理领域移动医疗第一品牌。一方面，将不断拓展创新服务，更好地服务医生，包括社区全科医生教育、重症精神病管理、在校医学生教育等；另一方面，服务于患者，建立完整、便捷、高效的医疗生态心理咨询系统平台。
- 今年运营以来逐步累积医院、医生、患者的资源。作为公司聚焦精神领域的线上尝试，预计未来能与线下形成较好的互补，强化公司中枢神经领域专业聚焦的地位。

盈利预测与风险提示

- 假设公司销售调整效果能够顺利延续，结合对招标放量的预期，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.49 元、0.62 元、0.79 元。
- 我们认为公司是符合明年医药行业投资逻辑的标的，主力品种受益招标和医保，自身销售调整完成带来保障。看好公司专注于精麻领域的布局，维持“买入”评级。
- 风险提示：产品降价风险；新产品进程低于预期；限售股解禁；政策影响；非制剂业务的拖累。

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	2,236	2,501	2,767	3,046	3,477	3,967	货币资金	428	407	745	700	800	1,002
增长率		11.9%	10.6%	10.1%	14.1%	14.1%	应收款项	489	590	645	632	706	790
主营业务成本	-1,340	-1,508	-1,608	-1,752	-1,927	-2,113	存货	190	215	271	254	280	307
%销售收入	59.9%	60.3%	58.1%	57.5%	55.4%	53.3%	其他流动资产	45	27	33	55	60	65
毛利	896	994	1,159	1,294	1,550	1,854	流动资产	1,152	1,239	1,694	1,641	1,846	2,163
%销售收入	40.1%	39.7%	41.9%	42.5%	44.6%	46.7%	%总资产	73.6%	64.5%	66.4%	61.4%	58.5%	60.2%
营业税金及附加	-19	-23	-25	-29	-33	-38	长期投资	23	22	20	21	20	20
%销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	321	532	686	917	1,189	1,300
营业费用	-543	-557	-660	-730	-846	-989	%总资产	20.5%	27.7%	26.9%	34.3%	37.7%	36.2%
%销售收入	24.3%	22.3%	23.9%	24.0%	24.3%	24.9%	无形资产	66	83	82	90	98	106
管理费用	-106	-126	-151	-156	-181	-206	非流动资产	414	683	857	1,030	1,309	1,428
%销售收入	4.7%	5.0%	5.4%	5.1%	5.2%	5.2%	%总资产	26.4%	35.5%	33.6%	38.6%	41.5%	39.8%
息税前利润 (EBIT)	228	288	323	379	490	622	资产总计	1,566	1,923	2,551	2,671	3,155	3,592
%销售收入	10.2%	11.5%	11.7%	12.4%	14.1%	15.7%	短期借款	279	372	238	31	94	0
财务费用	-13	-14	-12	2	-11	-8	应付款项	387	407	385	440	486	535
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	-0.1%	0.3%	0.2%	其他流动负债	36	51	66	94	108	119
资产减值损失	-12	-15	-17	-17	-18	-21	流动负债	702	829	689	565	689	654
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	28	34	34	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	730	864	724	566	689	655
营业利润	203	259	294	364	462	593	普通股股东权益	838	1,043	1,815	2,093	2,453	2,924
营业利润率	9.1%	10.4%	10.6%	11.9%	13.3%	14.9%	少数股东权益	-2	16	13	13	13	13
营业外收支	2	1	7	2	2	2	负债股东权益合计	1,566	1,923	2,551	2,671	3,155	3,592
税前利润	205	261	301	366	464	595	比率分析						
利润率	9.2%	10.4%	10.9%	12.0%	13.3%	15.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-33	-40	-46	-59	-74	-95	每股指标						
所得税率	16.0%	15.2%	15.2%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.538	0.568	0.532	0.487	0.617	0.792
净利润	172	221	255	307	389	499	每股净资产	2.558	2.654	3.740	4.314	5.056	6.026
少数股东损益	-4	-2	-3	0	0	0	每股经营现金净流	0.593	0.408	0.421	0.842	0.808	1.022
归属于母公司的净利润	176	223	258	307	389	499	每股股利	0.080	0.055	0.060	0.060	0.060	0.060
净利率	7.9%	8.9%	9.3%	10.1%	11.2%	12.6%	回报率						
							净资产收益率	21.03%	21.40%	14.24%	14.69%	15.87%	17.08%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.25%	11.61%	10.13%	11.51%	12.34%	13.91%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	17.18%	17.05%	13.24%	14.90%	16.09%	17.79%
净利润	172	221	255	307	389	499	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	12.79%	11.86%	10.60%	10.11%	14.14%	14.10%
非现金支出	49	59	66	39	48	62	EBIT 增长率	27.85%	26.17%	12.05%	17.56%	29.30%	26.89%
非经营收益	16	17	12	17	17	12	净利润增长率	26.17%	26.68%	15.71%	19.01%	26.64%	28.29%
营运资金变动	-43	-136	-129	46	-62	-77	总资产增长率	16.47%	22.75%	32.68%	4.72%	18.10%	13.85%
经营活动现金净流	194	160	204	409	392	496	资产管理能力						
资本开支	-103	-261	-216	-203	-307	-158	应收账款周转天数	69.4	74.2	76.7	74.0	74.0	74.0
投资	-14	14	0	-1	0	0	存货周转天数	46.8	49.0	55.1	53.0	53.0	53.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	63.3	54.3	47.8	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-117	-247	-216	-204	-307	-158	固定资产周转天数	36.2	34.5	33.5	34.1	47.9	47.6
股权募资	0	0	537	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-8	93	-134	-241	63	-93	净负债/股东权益	-17.77%	-3.32%	-27.72%	-31.74%	-28.62%	-34.08%
其他	-36	-38	-41	-8	-48	-43	EBIT 利息保障倍数	17.9	21.3	26.8	-177.8	45.4	73.8
筹资活动现金净流	-44	55	362	-249	15	-136	资产负债率	46.61%	44.92%	28.37%	21.17%	21.83%	18.24%
现金净流量	33	-32	350	-45	100	202							

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	2015-04-01	买入	32.00	N/A
2	2015-07-29	买入	30.00	N/A
3	2015-08-31	买入	27.25	40.00~40.00
4	2015-10-26	买入	29.76	40.00~40.00
5	2016-03-29	买入	21.30	25.00~30.00
6	2016-08-01	买入	19.05	N/A
7	2016-10-26	买入	19.00	N/A
8	2016-12-09	买入	20.65	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