

华东医药(000963)/医药商业

业绩超预期+高送转高现金分红, 产品梯队日渐丰富

评级: 买入(维持)

市场价格: 81.91

目标价格: 94.75

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话:

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 张天翼

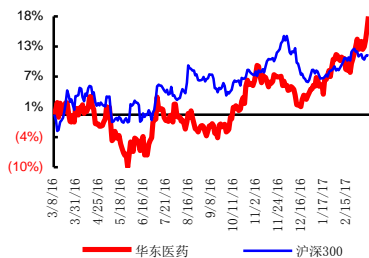
电话:

Email: zhangty@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	486
流通股本(百万股)	434
市价(元)	81.91
市值(百万元)	39,813
流通市值(百万元)	35,554

股价与行业-市场走势对比



相关报告

20170203 华东医药(000963)-公司深度研究: 优质仿制药企业再认识: 丰富的产品线梯队-买入-(中泰证券\_江琦)

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,727	25,380	29,328	33,393	37,552
增长率 yoy%	14.67%	16.81%	15.56%	13.86%	12.45%
净利润	1,097	1,447	1,842	2,341	2,949
增长率 yoy%	44.97%	31.88%	27.34%	27.08%	25.97%
每股收益(元)	2.53	2.98	3.79	4.82	6.07
每股现金流量	1.52	2.77	3.55	4.49	6.24
净资产收益率	36.92%	19.87%	21.76%	21.66%	21.44%
P/E	32.43	24.22	21.61	17.01	13.50
PEG	0.72	0.76	0.79	0.63	0.52
P/B	11.97	4.81	4.70	3.68	2.89

备注:

投资要点

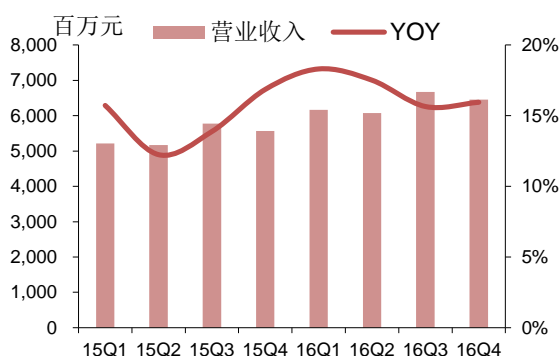
- **事件:**华东医药3月38日晚发布2016年年报,实现收入254亿元(+16.81%)、净利润14.47亿元(+31.88%)、扣非净利润14.11亿元(+32.52%)、经营性现金净流量13.47亿元、EPS 3.00元。公司2016Q1/Q2/Q3/Q4收入同比分别增长18.31%/17.51%/15.65%/15.95%、净利润同比分别增长26.41%/20.35%/42.71%/48.25%、扣非净利润同比分别增长24.09%/23.49%/45.41%/48.45%。同时公告分红方案,拟每10股派发现金股利13.5元(含税),同时以资本公积金向全体股东每10股转增股本10股。
- **公司2016年业绩超预期,主要原因是3、4季度费用率同比下降。**2016年公司期间费用率16.36%,同比下降0.88个百分点。其中Q3/Q4期间费用率分别为15.8%和15.22%,同比下降1.17和3.07个百分点。费用率下降的原因主要是:1.公司加强预算管理和考核,收到成效;2.公司开拓基层市场布局基本完成,销售成本有所下降。
- **核心品种、二线品种带动医药工业快速增长。**公司医药工业2016年收入56.43亿元,同比增长19.15%,毛利率83.69%,同比下降0.88个百分点,主要是由于药品价格降价以及原料价格上涨。预计主力品种百令胶囊(+22%)和阿卡波糖(+28%),二线品种托吡拉唑(+16%)、他克莫司(+30%)、吗替麦考酚酯(+18%)、环孢素(+10%)均保持快速增长。随着百令胶囊突破产能瓶颈、阿卡波糖进一步推进行进口替代以及器官捐赠数量的提升对公司免疫移植产品的促进,预计公司现有大品种将保持快速增长。
- **众多潜力品种有望进入快速增长期。**公司潜力品种达托霉素(首仿)、吡喹酮(独家)和地西他滨新进入医保目录,奥利司他和糖尿病产品线协同性强,众多潜力品种有望进入快速增长期。预计达托霉素和吡喹酮潜力超5亿、地西他滨和奥利司他将成为新的过亿品种。
- **受益于“两票制”+“三流合一”,医药商业有望保持较快增长。**公司医药商业2016年收入197.37亿元,同比增长16.16%,毛利率7.29%,同比增加0.2个百分点。毛利率提高主要是由于宁波公司高毛利玻尿酸产品快速增长。2016年,公司51%控股子公司华东宁波公司实现净利润1.49亿元(+62.53%)。我们预计医药商业将保持较快增长,毛利率进一步提高。
- **大比例分红+高送转。**按2017年3月8日收盘价,公司股息率约1.65%。公司拟10送10,提高股票流动性。
- **盈利预测与估值:**预计2017-2019年公司营业收入为239、334和376亿元,同比增长15.56%、13.86%和12.45%,归母净利润为18.42、23.41和29.49亿元,同比增长27.34%、27.08%和25.97%。考虑到公司保持高增长确定性、现金充足有外延预期。当前股价对应2017年PE只有21倍,处于医药行业最低估值区间,维持“买入”评级。
- **风险提示:**核心品种收入增速不达预期;新产品研发不达预期。

图表 1: 华东医药分季度财务数据

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q
营业收入	5,211.44	5,172.06	5,772.86	5,571.03	6,165.70	6,077.93	6,676.32	6,459.72
营收同比增长	15.73%	12.24%	13.88%	16.86%	18.31%	17.51%	15.65%	15.95%
营收环比增长		-0.76%	11.62%	-3.50%	10.67%	-1.42%	9.85%	-3.24%
营业成本	3,796.41	3,972.41	4,453.77	4,295.20	4,422.91	4,586.60	5,136.84	5,072.76
营业费用	774.13	537.22	764.82	693.29	960.91	719.47	902.12	716.13
管理费用	127.92	156.80	165.95	271.36	177.71	205.14	125.90	250.56
财务费用	49.90	52.72	48.97	54.26	25.69	24.78	26.91	16.70
营业利润	432.76	412.28	318.27	219.21	545.90	509.42	462.62	338.55
利润总额	427.90	410.89	345.65	235.51	549.19	505.07	469.07	358.94
所得税	74.08	74.30	63.31	56.09	96.73	95.85	75.35	78.93
归母净利润	343.98	322.61	260.82	169.50	434.84	388.25	372.22	251.28

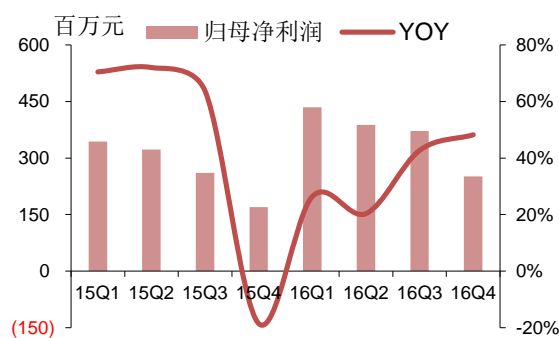
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 华东医药分季度收入



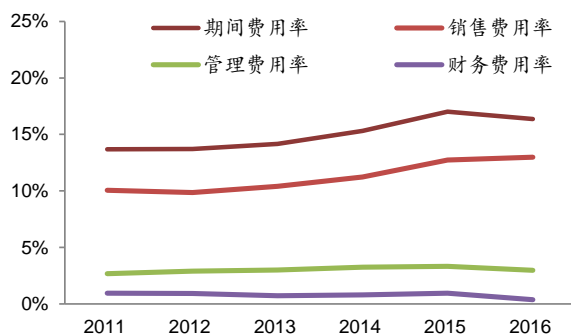
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 华东医药分季度归母净利润



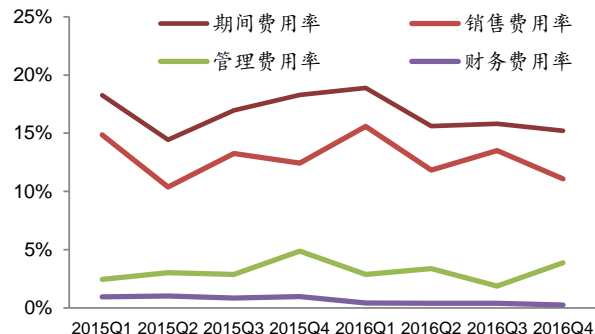
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 公司年度费用率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 公司季度费用率



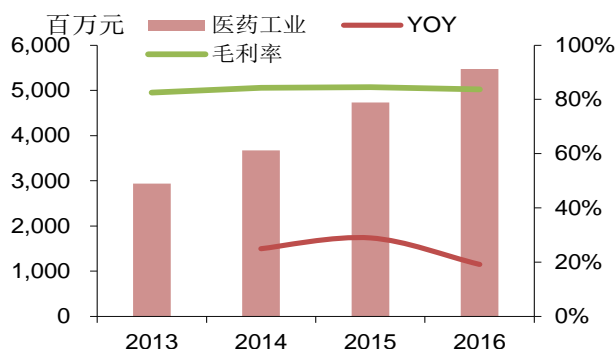
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 基层开拓+OTC+潜力品种，医药工业增速有望加快

### 主力品种、二线品种带动医药工业快速增长

- 公司医药工业 2016 年收入 56.43 亿元，同比增长 19.15%，毛利率 83.69%，同比下降 0.88 个百分点，主要是由于药品价格降价以及原料价格上涨。预计核心品种百令胶囊突破 20 亿 (+22%)、阿卡波糖突破 15 亿 (+28%)，二线品种泮托拉唑 (+16%)、他克莫司 (+30%)、吗替麦考酚酯 (+18%)、环孢素 (+10%) 均保持快速增长。

图表 6：公司医药工业保持快速增长

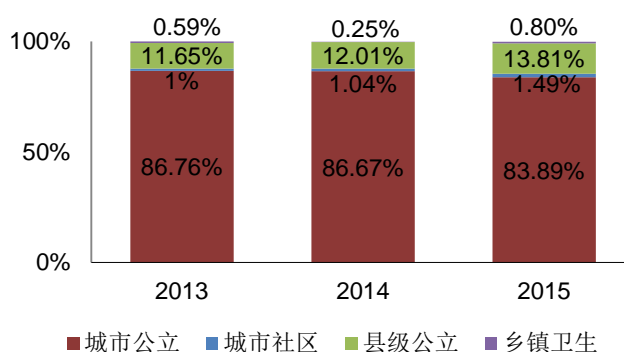


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 百令突破产能瓶颈，基层+OTC 是未来的增长点

- 新生产基地解决百令产能瓶颈，提升生产效率。公司江东生产基地一期项目已于 2016 年 7 月正式投产，实现了公司发酵冬虫夏草菌粉生产向江东基地的整体转移。整个项目集中布局，规模化生产，全程采用智能生产自控系统和自动仓储管理系统，实现生产过程监控、数据收集和报警的自动化，人员配置减少一半，人均劳动效率明显提升，生产能力较原场地提升 1 倍。
- 组织架构重大改革，瞄准基层+OTC 市场。公司以大力拓展地县级医院的终端市场为主要目的，把 27 个大区进一步拆分为 96 个大区（省区），启动了公司发展史上规模最大、涉及人数最多（近 3000 人）、范围最广（涉及全国市场）的一次组织架构的重大改革。公司目标要建立起一个能承担百亿销售、近 6000 人规模的、遍布全国县及县以上市场的营销生态组织，并将大力拓展零售市场。

图表 7: 百令胶囊基层增长潜力巨大



来源: 米内网, 中泰证券研究所

受益于医保支付标准, 阿卡波糖进口替代有望加速

- 福建出台医保支付结算价, 未来随着医保支付价在全国推广, 公司阿卡波糖进口替代有望加速。根据福建医保支付结算方案, 公司阿卡波糖医保支付结算价 40 元/盒, 和公司 2012 年 8 月 20 日福建招标价格相同, 公司产品没有降价, 并且将全额报销。拜耳原研的品种, 医保支付结算价 49.536 元, 低于 2012 年 8 月 20 日福建招标价 61.92 元, 患者如果选择拜耳产品, 每年自己需要承担约 452 元, 有利于促进优质国产仿制药的进口替代。根据米内网城市公立医院数据, 公司阿卡波糖市占率逐年提升, 但是进口拜耳市场份额仍有 60% 以上。公司阿卡波糖有广阔的进口替代空间, 我们预计阿卡波糖未来仍将保持 25% 以上快速增长。

图表 8: 福建药品联合限价阳光采购目录——阿卡波糖

目录号	通用名	给药剂型	产品名称	通用剂型	通用规格	通用包装	挂网企业	代表品(★为非竞争性产品代表品)	医保最高销售限价	医保支付结算价
X0013	阿卡波糖	口服	阿卡波糖片	素片	50mg	30 片/盒	拜耳医药保健有限公司	★阿卡波糖片;素片;50mg*30 片/盒	61.92	49.536
X0013	阿卡波糖	口服	阿卡波糖片	素片	0.1g	30 片/盒	拜耳医药保健有限公司	★阿卡波糖片;素片;0.1g*30 片/盒	91.2	72.96
X0013	阿卡波糖	口服	阿卡波糖片	素片	50mg	30 片/盒	杭州中美华东制药有限公司	阿卡波糖;胶囊剂;50mg*1	1.3333	1.3333
			阿卡波糖胶囊	胶囊剂	50mg	15 粒/盒	四川绿叶制药股份有限公司			

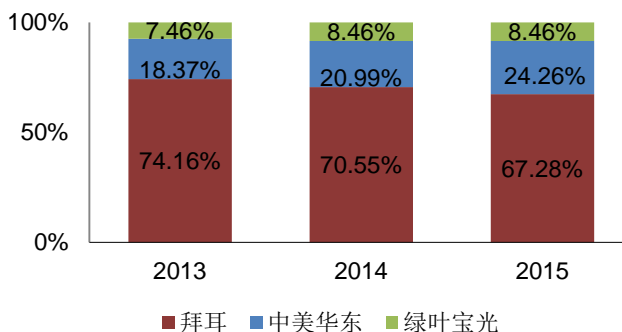
来源: 政府网站, 中泰证券研究所

图表 9: 医保支付价有利于阿卡波糖进口替代

	招标价格 (盒)	医保目录调整前 (乙类)			医保目录调整后 (甲类)			
		报销比例	自付金额 (盒)	自付金额 (年)	医保支付价	报销比例	自付金额 (盒)	自付金额 (年)
华东阿卡波糖	40	80%	8	292	40	100%	0	0
拜耳阿卡波糖	61.92	80%	12.384	452.016	49.536	100%	12.384	452.016

来源: 中泰证券研究所

图表 10：城市公立医院阿卡波糖市场份额



来源：米内网，中泰证券研究所

### 众多潜力品种有望进入快速增长期

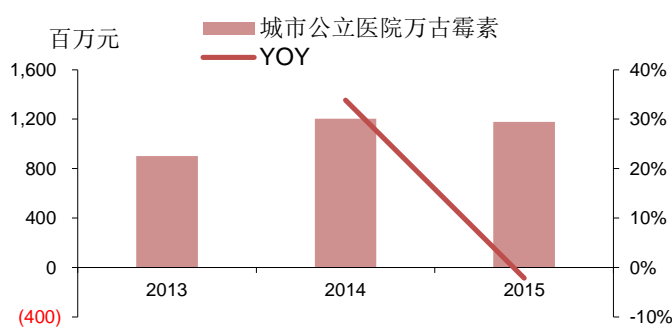
- **首仿品种达托霉素进入国家医保乙类目录，有望成为下一个 5 亿级品种。** 公司为国内首家获得达托霉素原料药和制剂新药证书及生产批文的生产企业，目前已在广西、江西和上海 3 个地区中标，中标价格 1620 元，和进口产品接近，高于国内竞争对手 28% 左右。公司正在积极进行招标和学术推广，随着此次进入国家医保乙类目录，未来有望实现快速增长。和达托霉素类似的万古霉素也是国家医保乙类品种，城市公立医院销售已经超过 10 亿元。未来，达托霉素也有望成为超 10 亿级别品种。

图表 1：达托霉素招标一览

生产厂家	规格	中标省份数量	2016 年以来最小制剂单位 全国最低中标价 (元)
中美华东制药	500mg	3	1620
阿斯利康	500mg	7	1693
赫升瑞	500mg	6	1709
海正药业	500mg	2	1263
OSO Biopharmaceuticals	500mg	1	1709

来源：米内网，中泰证券研究所

图表 2：万古霉素是超 10 亿品种



来源：米内网，中泰证券研究所

- **公司独家品种吲哚布芬进入国家医保乙类目录，用于阿司匹林不能耐受的患者，有 5 亿以上潜力。** 根据米内网数据，城市公立医院吲哚布芬 2015 年终端为 564 万元。根据阿司匹林说明书，约有 3%-9% 的患者服用阿司匹林会产生恶心、呕吐、上腹部不适或疼痛等胃肠道反应，长期或大剂量服用可有胃肠道出血或溃疡；约有 0.2% 的患者出现过敏反应。按照拜耳阿司匹林日服用金额约为 1.5 元，国产阿司匹林日服用金额约为 0.5 元测算，2015 年国内服用阿司匹林患者约为 451 万人。我们保守估计

其中 3.2% 的患者对阿司匹林不能耐受, 则吲哚布芬对应患者约 14 万人, 潜在市场空间 5.11 亿元。

图表 3: 阿司匹林年度销售趋势 (百万元) (城市公立、城市社区、县级公立、乡镇卫生)

企业名称	2013年	2014年	2015年	2014年增长率	2015年增长率	2013年市场份额	2014年市场份额	2015年市场份额
拜耳	1,037	1,212	1,204	16.90%	-0.70%	77.63%	76.15%	74.05%
永信药品	89	93	114	4.48%	22.53%	6.65%	5.83%	7.00%
沈阳奥吉娜药业	71	79	97	10.71%	23.13%	5.35%	4.97%	5.99%
辰欣药业	28	90	91	225.58%	1.30%	2.06%	5.64%	5.59%
瑞阳制药	21	22	26	4.56%	18.54%	1.57%	1.38%	1.60%
海南灵康制药	24	31	24	25.72%	-22.31%	1.83%	1.93%	1.47%

来源: 米内网, 中泰证券研究所

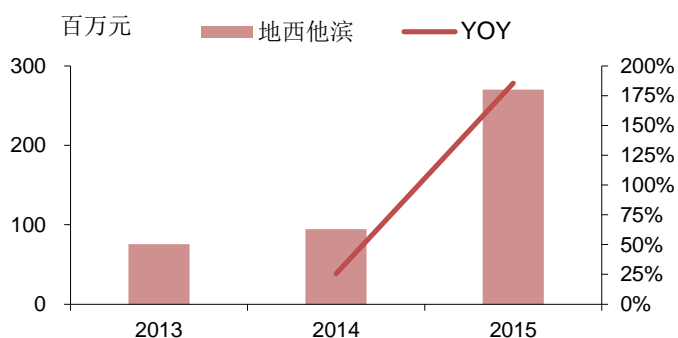
图表 4: 吲哚布芬市场空间测算

	年收入 (百万元)	日服用金额 (元)	年服用金额 (元)	患者 (百万人)
拜耳阿司匹林	1,204	1.5	547.5	2.20
国产阿司匹林	422	0.5	182.5	2.31
合计患者				4.51
适合吲哚布芬患者				0.14 (3.2%)
吲哚布芬	511	10	3,650	0.14

来源: 中泰证券研究所

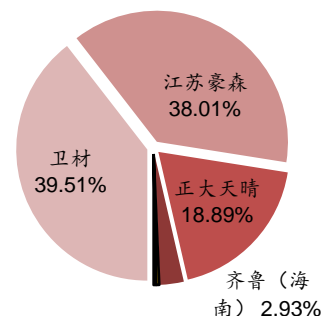
- 收获新品种地西他滨, 国内正处于快速增长期。地西他滨新进入国家医保乙类目录, 限高危的骨髓增生异常综合征患者。根据米内网数据, 国内地西他滨规模约 3 亿元, 目前正处于快速增长期。公司地西他滨有望成为过亿品种。

图表 5: 地西他滨终端



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 6: 地西他滨格局



来源: 米内网, 中泰证券研究所

- 预计奥利司他 2016 年收入 2500 万左右, 有望成为新的过亿品种。奥利司他是脂肪酶抑制剂, 能阻止甘油三酯水解为可吸收的游离脂肪酸和单



酰基甘油，使其不被吸收，从而减少热量摄入，控制体重。公司奥利司他于 2015 年 11 月 4 日获批上市，目前已在广西、江西、吉林 3 个地区中标，主要在医院市场推广，与公司糖尿病产品协同性强，和 OTC 渠道差异化竞争。我们预计公司奥利司他 2017 年有望实现翻倍增长，未来可能成为新的过亿品种。

### 丰富的在研品种，涵盖糖尿病、肿瘤、心血管等多个领域

- 公司通过加强新产品研发，重点开拓和提升在抗肿瘤、超级抗生素、肝病治疗以及心脑血管等领域的竞争优势。**
  - 糖尿病类：**公司目前研发规划涵盖了从化药到生物药类的系列产品，主要有化药（包括 SGLT2 列净类、DPP-4 列汀类）、多肽类、胰岛素及类似物、单抗等，合计共 20 多个研发产品储备。
  - 抗肿瘤类：**公司立项、报临床、报生产的产品合计约 20 余个，已经拿到了生产批文的有：奥沙利铂和地西他滨注射剂，目前在积极开拓市场；处于临床一期阶段的有：重点新药迈华替尼（抗非小细胞肺癌国家一类新药）及依鲁替尼（治疗套细胞淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病），目前研发进展顺利；
  - 心脑血管类产品**磺达肝癸钠，超抗类的卡泊芬净及注射剂、米卡芬净及注射剂等都已报批生产注册申请，等待核查。

图表 7：公司部分在研品种

在研品种	治疗领域	研发阶段
磺达肝癸钠	下肢重大骨科手术，预防静脉血栓栓塞	报批生产注册申请
卡泊芬净	治疗对其它治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉菌病	报批生产注册申请
米卡芬净	治疗食道念珠菌感染、骨髓移植及 ADS 患者中性粒细胞减少症的预防治疗	报批生产注册申请
迈华替尼	1.1 类新药，新一代 EGFR/HER2 高效双重抑制剂，适应症为非小细胞肺癌、乳腺癌、胃癌等恶性肿瘤	一期临床
依鲁替尼	治疗套细胞淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病	一期临床
盐酸厄洛替尼	至少一个化疗方案失败后的局部晚期或转移的非小细胞肺癌	获得临床试验批件
富马酸沃诺拉赞	酸相关疾病，胃溃疡、十二指肠溃疡、返流性食管炎等	获得临床试验批件
非达霉素	抗难治梭状芽孢杆菌感染	获得临床试验批件
甲苯磺酸索拉非尼	肝、肾细胞瘤的临床抗癌药剂	获得临床试验批件
卡培他滨	适用于紫杉醇和包括有蒽环类抗生素化疗方案治疗无效的晚期原发性或转移性乳腺癌的进一步治疗	获得临床试验批件
利奈唑胺	用于治疗革兰阳性(G+)球菌引起的感染，包括由 MRSA 引起的疑似或确诊院内获得性肺炎(HAP)、社区获得性肺炎(CAP)、复杂性皮肤或皮肤软组织感染(SSTI)以及耐万古霉素肠球菌(VRE)感染	获得临床试验批件
甲磺酸伊马替尼	用于治疗慢性粒细胞白血病(CML)急变期、加速期或 α-干扰素治疗失败后的慢性期患者；不能手术切除或发生转移的恶性胃肠道间质肿瘤（GIST）患者	获得临床试验批件
硼替佐米	多发性骨髓瘤	申请进行临床试验
硫酸多黏菌素 B	敏感菌引起的及绿脓杆菌引起的感染和炎症	申请进行临床试验
盐酸达巴万星	革兰氏阳性菌（包括耐甲氧西林金黄色葡萄球菌，MRSA）导致的急性细菌性皮肤和皮肤结构感染	申请进行临床试验

来源：米内网，CDE，中泰证券研究所

## 预计商业保持较快增长，毛利率进一步提高

受益于“两票制”+“三流合一”，医药商业有望保持较快增长。

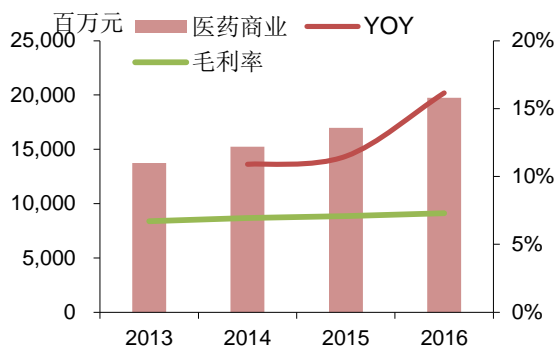
- 公司医药商业 2016 年收入 197.37 亿元，同比增长 16.16%，毛利率 7.29%，同比增加 0.2 个百分点，毛利率提高主要是由于宁波公司高毛利玻尿酸产品快速增长。我们预计，“两票制”将使得公司的区域龙头地**

位更加稳定，“三流合一”有望大幅提高公司资金周转率，预计医药商业将保持较快增长。

**宁波公司净利润保持快速增长，带动商业毛利率提高**

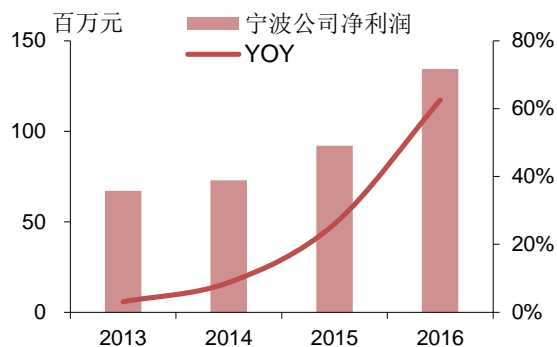
- **2016 年，公司 51%控股子公司华东宁波公司实现净利润 1.49 亿元 (+62.53%)。**宁波公司代理的进口美容产品伊婉（玻尿酸）连续三年保持 100% 以上增长，2016 年销售突破 4 亿元，预计未来将继续保持快速增长，带动医药商业毛利率进一步提高。

图表 8：医药商业保持较快增长



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：宁波公司净利润快速增长



来源：公司公告，中泰证券研究所

**现金充裕，外延预期强**

- **公司账上现金 26.61 亿元，外延预期强。**2017 年公司将继续顺应医药行业并购整合的发展趋势，进一步推进国际化发展战略，结合自身实际，以全球化的视野继续寻求与国际优秀医药企业的交流合作。

**盈利预测与估值**

- 我们预计 2017-2019 年公司营业收入为 239、334 和 376 亿元，同比增长 15.56%、13.86%和 12.45%，归母净利润为 18.42、23.41 和 29.49 亿元，同比增长 27.34%、27.08%和 25.97%。考虑到公司保持高增长确定性强、现金充足有外延预期。当前股价对应 2017 年 PE 只有 21 倍，处于医药行业最低估值区间，维持“买入”评级。

**风险提示：**

- **公司核心品种收入增速不达预期的风险。**若公司百令胶囊、阿卡波糖等核心品种收入增速不达预期，将拖累公司整体业绩增速，盈利预测可能低于预期。
- **新产品研发不达预期的风险。**若公司新产品研发失败，将影响公司中长期的产品上市进度，中长期核心竞争力将被削弱。



图表 20: 华东医药盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	18,947	21,727	25,380	29,328	33,393	37,552
增长率	13.34%	14.7%	16.8%	15.6%	13.9%	12.5%
营业成本	-14,783	-16,518	-19,219	-21,999	-24,748	-27,359
% 销售收入	78.0%	76.0%	75.7%	75.0%	74.1%	72.9%
毛利	4,165	5,210	6,161	7,329	8,645	10,193
% 销售收入	22.0%	24.0%	24.3%	25.0%	25.9%	27.1%
营业税金及附加	-87	-104	-132	-152	-173	-195
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2,128	-2,769	-3,299	-3,857	-4,458	-5,070
% 销售收入	11.2%	12.7%	13.0%	13.2%	13.4%	13.5%
管理费用	-618	-722	-759	-880	-1,002	-1,127
% 销售收入	3.3%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,331	1,614	1,971	2,440	3,012	3,802
% 销售收入	7.0%	7.4%	7.8%	8.3%	9.0%	10.1%
财务费用	-154	-206	-94	-9	73	86
% 销售收入	0.8%	0.9%	0.4%	0.0%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-27	-34	-47	-41	-42	-43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	8	27	14	16	19
% 税前利润	0.6%	0.6%	1.4%	0.6%	0.5%	0.5%
营业利润	1,157	1,383	1,856	2,404	3,059	3,864
营业利润率	6.1%	6.4%	7.3%	8.2%	9.2%	10.3%
营业外收支	16	37	26	26	30	27
税前利润	1,173	1,420	1,882	2,431	3,089	3,891
利润率	6.2%	6.5%	7.4%	8.3%	9.2%	10.4%
所得税	-230	-268	-347	-448	-569	-717
所得税率	19.6%	18.9%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
净利润	943	1,152	1,535	1,983	2,520	3,174
少数股东损益	186	55	89	141	179	225
归属于母公司的净利润	757	1,097	1,447	1,842	2,341	2,949
净利率	4.0%	5.0%	5.7%	6.3%	7.0%	7.9%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,005	1,487	2,661	2,750	4,452	7,628
应收款项	3,871	4,666	5,453	5,768	6,600	7,404
存货	1,815	2,423	3,084	3,152	3,546	3,920
其他流动资产	277	382	510	556	602	645
流动资产	6,968	8,957	11,709	12,226	15,200	19,597
% 总资产	77.4%	78.5%	81.0%	81.2%	84.3%	87.5%
长期投资	143	157	169	169	169	169
固定资产	1,424	1,754	1,931	1,974	1,935	1,865
% 总资产	15.8%	15.4%	13.4%	13.1%	10.7%	8.3%
无形资产	312	410	520	563	602	636
非流动资产	2,040	2,460	2,747	2,834	2,834	2,798
% 总资产	22.6%	21.5%	19.0%	18.8%	15.7%	12.5%
资产总计	9,007	11,417	14,456	15,060	18,034	22,395
短期借款	2,082	2,472	502	-1,498	-1,098	-698
应付款项	3,790	4,059	4,785	5,295	5,889	6,558
其他流动负债	407	319	496	1,222	640	714
流动负债	6,279	6,850	5,782	5,018	5,430	6,574
长期贷款	191	314	21	21	21	21
其他长期负债	18	1,010	1,011	1,052	1,094	1,137
负债	6,489	8,174	6,815	6,092	6,546	7,733
普通股股东权益	2,267	2,971	7,279	8,464	10,805	13,754
少数股东权益	252	272	363	504	683	908
负债股东权益合计	9,007	11,417	14,456	15,060	18,034	22,395

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	1.743	2.527	2.976	3.790	4.816	6.067
每股净资产 (元)	5.223	6.845	14.975	17.414	22.231	28.298
每股经营现金净流 (元)	1.707	1.517	2.771	3.554	4.486	6.244
每股股利 (元)	0.000	0.000	1.350	1.350	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	33.38%	36.92%	19.87%	21.76%	21.66%	21.44%
总资产收益率	8.42%	9.63%	10.02%	12.28%	13.06%	13.26%
投入资本收益率	29.37%	24.37%	25.42%	35.79%	36.24%	43.21%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	13.34%	14.67%	16.81%	15.56%	13.86%	12.45%
EBIT 增长率	24.99%	21.21%	22.13%	23.82%	23.43%	26.21%
净利润增长率	31.60%	44.97%	31.88%	27.34%	27.08%	25.97%
总资产增长率	17.33%	26.75%	26.68%	4.18%	19.75%	24.18%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	55.6	56.6	58.3	57.4	57.9	57.7
存货周转天数	43.6	46.8	52.3	52.3	52.3	52.3
应付账款周转天数	58.3	58.2	58.4	58.3	58.4	58.3
固定资产周转天数	18.5	19.1	22.4	24.3	23.9	23.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	50.36%	70.49%	-15.04%	-36.10%	-39.52%	-49.90%
EBIT 利息保障倍数	8.6	7.8	20.9	266.3	-41.5	-44.1
资产负债率	71.98%	71.53%	47.06%	40.20%	35.93%	34.09%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	943	1,152	1,535	1,983	2,520	3,174
少数股东损益	0	0	0	141	179	225
非现金支出	165	198	264	318	368	423
非经营收益	117	147	55	-62	-103	-86
营运资金变动	-484	-838	-507	152	-604	-477
经营活动现金净流	741	659	1,347	2,530	2,359	3,260
资本开支	324	366	466	337	295	317
投资	-502	-458	-21	0	0	0
其他	12	5	-126	14	16	19
投资活动现金净流	-815	-819	-614	-323	-279	-298
股权募资	0	10	3,470	0	0	0
债权募资	596	1,497	-2,263	-2,000	400	400
其他	-388	-879	-749	22	-599	39
筹资活动现金净流	208	629	458	-1,978	-199	439
现金净流量	134	468	1,191	229	1,881	3,401

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。