

嘉事堂 (002462): 依托医药物流基地拓展盈利空间的地方龙头企业

分析师: 罗柏言

执业证书编号: S0300513060001

联系人: 刘阳

Email: luobaiyan@lxzq.com.cn

日期: 2013 年 7 月 22 日

www.lxzq.com.cn

要点:

1、**2013年上半年业绩增长较快。**公司实现营业收入 15.88 亿元, 同比增长 30.58%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5984.04 万元, 同比增长 49.17%; 扣非后净利润 4818.89 万元, 同比增长 22.29%; 归属于上市公司股东的净资产 11.13 亿元, 同比增长 1.7%; 基本每股收益 0.25 元。

2、**北京医药流通行业市场国内领先。**我国短期内仍将保持“全国龙头+地方割据”的局面, 地方龙头企业在本地区的市场占有率仍有较大提升空间。北京地区医药销售总额 1007.6 亿元, 全国占比 9%、排名第二, 同时在药品、中成药类及医疗器械等细分产品领域销售规模全国领先。这给了北京地方企业较为广阔的发展空间。

3、**嘉事堂是北京地区医药流通行业龙头企业, 依托其不断扩大的物流基地, 持续拓展盈利空间。**公司收入、利润规模等仅次于中国医药、国药控股等全国性龙头企业, 在北京地区处于第二梯队; 北京地区社区配送的主力企业, 成为 2012 年底的北京地区基层医药配送的五家中标企业之一; 医疗器械代理业务增长迅速, 2013 上半年收入、利润已超过去年全年; 物流基地规模扩大, 三期项目已投入使用, 京西物流项目稳步推进; 集中采购平台、药房托管等新型服务模式不断拓展。

4、**盈利预测。**我们预计公司 2013-2015 年净利润增速分别为 44.7%、36.9% 和 19.7%, EPS 分别为 0.39、0.54 和 0.64 元, 目前股价对应 PE 分别为 31、23 和 19。预计未来 12 个月合理估值为 14 元, 维持对公司的“增持”评级。

5、**风险提示:** 1) 应收账款周转天数 90 天远高于行业平均 60 天, 随着业务增加, 公司应收账款逐年大幅增长致使资金链紧张风险; 2) 药品配送业务量、器械销售情况可能低于预期风险; 3) 医院二次议价压缩医药流通行业的利润风险; 4) 国家出台相关政策抑制行业发展风险。

一、公司基本情况

公司主营业务为药品、医疗器械的批发、零售及相关医药物流业务，属于医药商业行业。公司实际控制人是团中央，主要股东多为政府背景，良好的政府关系有利于公司业务的开展。

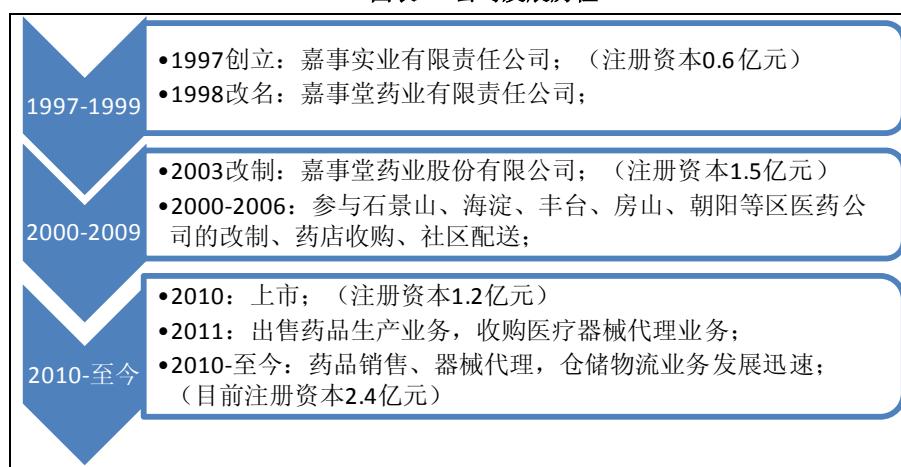
图表1 股本结构（单位：百万股，%）

股东名称	持股数量	持股比	股本性质	实际控制人
1 中国青年实业发展总公司	41.88	17.45	A股限售/流通股	团中央
2 上海张江高科技园区开发股份有限公司	24.43	10.18	A股流通股	上海张江集团
3 中国青少年发展基金会	14.15	5.89	A股流通股	团中央
4 北京海淀置业集团有限公司	12.76	5.32	A股流通股	海淀区政府
5 中协宾馆	12.17	5.07	A股流通股	全国政协办公厅
6 新产业投资股份有限公司	8.74	3.64	A股流通股	
7 银谷控股集团有限公司	7.80	3.25	A股流通股	
8 北京市朝阳区人民政府国资委	7.04	2.93	A股流通股	朝阳区政府
9 工商银行-汇添富医药保健股票型基金	5.72	2.38	A股流通股	丰台区政府
10 华泰证券约定购回专用账户	5.14	2.14	A股流通股	
合 计	139.84	58.25		

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心（截止到2013年5月27日）

公司根植于北京，凭借良好的政府关系，先后参与了海淀、朝阳、丰台、房山和石景山等区医药公司的改制及相关资产收购；同时抓住医改机遇，逐步转型为专注于社区医药配送及医院纯销业务的专业医药分销公司。

图表2 公司发展历程



资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

图表3 注意今年8月份的部分限售股解禁风险（单位：百万股，%）

上市日期	上市股份	占已流通比例	占总股本比例	限售股份	上市股份类型
2013-08-19	43.84	22.68	18.27	2.86	首发原股东限售股份

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心（截止到2013年5月27日）

二、北京医药流通行业市场国内领先

我国短期内仍将保持“全国龙头+地方割据”的局面，地方龙头企业在本地区的市场占有率仍有较大提升空间。北京地区医药销售市场全国第二、占比9%，这给了北京地方企业较为广阔的发展空间。

1、地方龙头企业在本地区的市场占有率仍有较大提升空间。

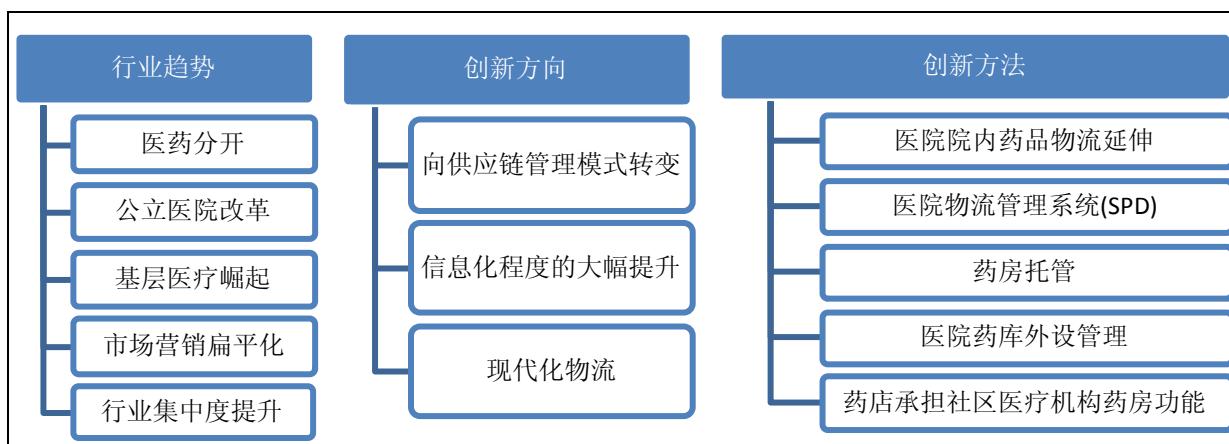
在《医药流通行业：“全国龙头+地方割据”持续，服务模式转型升级》的深度报告里，我们详细分析了我国医药流通行业的现状及发展趋势：经过几年的高速发展，行业规模不断扩大，2012年突破万亿大关，但行业增速目前已经放缓；目前“全国龙头+地方割据”局面仍将持续，随着新医改的推进，在提升行业集中度的基础上加快服务模式的转型升级是发展方向。

图表4 2012年全国批发、零售前5位企业：虽为龙头，占比仍较小（单位：亿元）

2012年全国批发企业主营收入前10位			2012年全国零售企业销售总额前10位				
	企业名称	收入	企业名称	销售额	占比		
1	中国医药集团总公司	1496.6	15.7%	1	国药控股国大药房	47.6	2.1%
2	华润医药商业集团	638.3	6.7%	2	中国北京同仁堂(集团)	43.8	2.0%
3	上海医药集团	616.8	6.5%	3	重庆桐君阁大药房连锁	43.6	2.0%
4	九州通医药集团	294.1	3.1%	4	中国海王星辰连锁药店	39.7	1.8%
5	广州医药	209.4	2.2%	5	广东大参林连锁药店	39.1	1.8%
	合计	3255.1	34.1%	合计	213.8	9.6%	

资料来源：商务部，wind，联讯证券投研中心

图表5 医药流通行业发展趋势



资料来源：商务部，联讯证券投研中心

2、北京地区市场空间全国领先

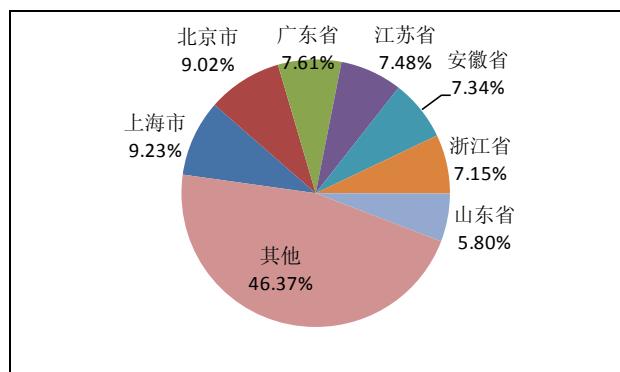
2012年，北京地区医药销售总额1007.6亿元，全国占比9%，仅比上海市少0.2个百分点，排在全国第二位，市场规模国内领先。同时在药品、中成药类及医疗器械等细分产品领域销售规模全国领先。

图表6 全国及北京地区细分产品销售占比情况（单位：%）

地 区	药品类销售占比	中成药类销售占比	中药材类销售占比
全国总计	70.5	16.8	4.5
北京市	67.7	13.4	9.3

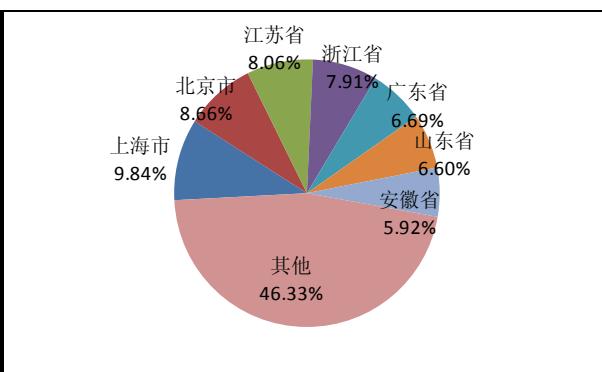
资料来源：商务部，联讯证券投研中心

图表7 2012年全国区域总销售额占比5%以上地区



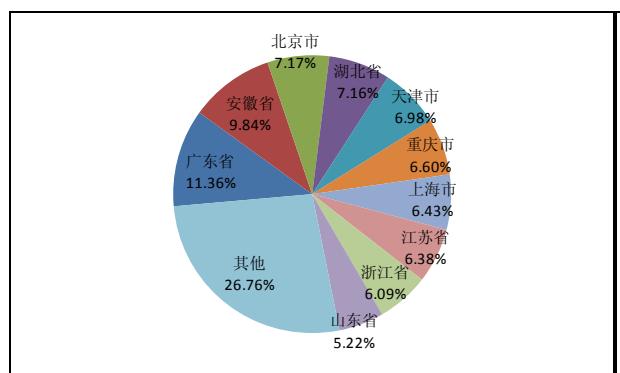
资料来源：商务部，联讯证券投研中心

图表8 2012年全国药品类区域销售占比5%以上地区



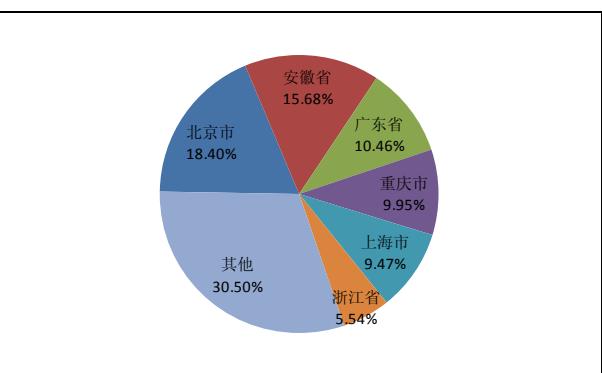
资料来源：商务部，联讯证券投研中心

图表9 2012年中成药类区域销售占比5%以上地区



资料来源：商务部，联讯证券投研中心

图表10 2012年全国医疗器械类区域销售占比5%以上地区



资料来源：商务部，联讯证券投研中心

三、嘉事堂：地方龙头，不断创新发展业务

公司收入、利润规模等仅次于中国医药、国药控股等全国性龙头企业，在北京地区处于第二梯队。公司是北京地区社区配送的主力企业，成为2012年底的北京地区基层医药配送的五家中标企业之一；医疗器械代理业务增长迅速，2013上半年收入、利润已超过去年全年；物流基地规模扩大，三期项目已投入使用，京西物流项目稳步推进；集中采购平台、药房托管等新型服务模式不断拓展。

1、嘉事堂是北京地区医药配送龙头企业

图表 11 2012年主要业务涉及北京地区的医药商业百强企业（单位：亿元）

2012年批发企业主营业务收入前100位			2012年零售企业主营业务收入前100位		
序号	企业名称	主营收入	序号	企业名称	主营收入
1	中国医药集团总公司	1496.6	1	国药控股国大药房有限公司	47.60
2	华润医药商业集团有限公司	638.3	2	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	43.83
4	九州通医药集团有限公司	294.1	25	北京金象大药房医药连锁有限责任公司	8.38
11	中国医药保健品股份有限公司	94.8	30	北京医保全新大药房有限责任公司	5.62
14	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	69.3	76	北京永安复星医药股份有限公司	1.91
49	嘉事堂药业股份有限公司	19.5	83	北京嘉事堂连锁药店有限责任公司	1.66
53	北京美康永正医药有限公司	17.6	93	北京京卫元华医药科技有限公司	1.53
63	中国永裕新兴医药有限公司	13.6			

资料来源：商务部，联讯证券投研中心（注：国药控股北京有限公司为中国医药集团总公司的孙公司；华润医药商业集团有限公司前身为北京医药股份有限公司；北京美康永正医药有限公司为中国医药保健品股份有限公司的子公司）

中国医药集团、国药控股、华润医药商业集团、九州通医药集团、中国医药保健品公司等主营业务均涵盖全国范围。特别是中国医药集团、华润医药集团等公司的实力雄厚，上下游资源、政府关系等均具有较强优势，在全国范围内都有较强的竞争优势，处在第一梯队中。

嘉事堂、北京同仁堂、北京金象大药房等入围全国百强的北京地方医药商业企业，立足北京，在上下游资源、政府关系、股东背景、创新业务等方面各具特色，处于第二梯队，属于地方龙头企业。优于那些没有竞争优势的、处于第三梯队当中的其他中小企业。

2、北京社区配送主力企业，业务增长稳定

公司自1998创立后，逐步扩大规模、通过深度参与北京地区各区县医改、兼并收购，至2010年上市之初，发展成为北京最大的直营连锁药店经营商，在北京地区拥有171家直营连锁药店。目前公司主要发展方向，转向为发展药品批发业务和医药物流业务，尤其是第三方医药物流配送服务。

自2006年以来，公司被选作北京市社区医院药品配送企业（仅有两家获选），承担海淀、石景山、门头沟3个区的社区医院药品的独家配送工作（北医股份负责其余15个区），这直接促成了公司医药分销业务近几年40%以上的高增长。

2012年底的北京地区基层医药招标中，公司新增通州、顺义、延庆等5个区的社区医院配送资格，业务区域由原来的3个增加至8个。尽管公司只保留了海淀区的独家配送资格，但由于配送区域大幅增加，以及新一轮基药招标将带来基药市场的扩容，预计未来2-3年社区配送业务的年均复合增长超过30%。另外在总后医药的招标中，公司也作为30家备选企业入围，参与总后招标也会对提升公司影响力和业绩增长有积极作用。

图表 12 2012年北京市基本药物集中采购统一配送商遴选公告

序号	单位名称
1	北京医药股份有限公司
2	国药控股北京有限公司
3	嘉事堂药业股份有限公司
4	北京九州通医药有限公司
5	北京科园信海医药经营有限公司

资料来源：北京市药品监督管理局，联讯证券投研中心

图表 13 京西物流项目预计效益

服务内容	预计效益
1 为石景山医疗机构提供药品配送服务	5年内药品销售可达12亿，平均毛利率为5.5%
2 为国际或国内医药生产、经营企业提供从生产车间到客户的门到门的药品储运第三方物流服务	3到5年内为第三方及本企业销售配送额达到35亿 第5年净利总额达到3800万元

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

3、医药器械耗材代理扩大盈利渠道

北京地区2012年医疗器械类销售总额93.5亿元，全国占比18.4%，居于首位。其中高价值耗材市场规模20-30亿元左右。随着北京市医用高值耗材统一招标的逐渐展开，高值耗材也具有广阔的发展空间。

同时从监管层面上，2013年7月8日，北京市药监局启动北京市医疗器械第三方物流试点工作。今年重点对骨科、心脏（内、外）科、血液处理和人工器官、一次性耗材及体外诊断试剂等高风险产品开展三方物流企业试点。随着试点工作规模的扩大，医疗器械耗材的第三方物流市场也会逐渐扩大。

公司2011年组建嘉世盛世，持股51%，从事医疗器械代理业务。主营高端心脏介入耗材，代理美国强生、德国百多力等知名品牌的介入耗材。嘉事堂自有物流配送中心及其冷链配送体系有利于满足高价值耗材的配送需求；同时可以利用自身的已有的渠道，进入医院供应体系。医疗耗材毛利率高，2013上半年，嘉世盛世已实现收入9240万元，净利润1149万元；而2012年全年收入只有8158万元，净利润753万元。公司在高端器械代理的渠道叠加效应已逐步显现。通过医药器械耗材代理，拓宽了盈利渠道。

4、医药仓储能力提升明显

作为药品、器械耗材等产品的销售、配送业务的依托，医药物流能力是考察企业的关键因素之一。

为了满足业务需求，公司已先后建设了三期医药物流项目。其中三期项目已于2013年5月竣工，已开始逐步贡献业绩。目前公司运营仓储面积已达4万平方米，年配送能力超过百亿元。同时为了填补北京西部地区现代化专业化医药物流空白，降低目前北京西部地区社区、医院配送成本，强化快速反应

能力，公司拟在石景山地区建设京西物流项目，以京西医药物流为依托参与行政区域医改，扩大市场规模，有效实施东西两翼布局，推动纯销业务发展。

图表 14 嘉事堂医药物流配送能力提升较快

项目	投产日期	投资额	建筑面积	储位数量	最大存储量	日处理能力	年配送药品值
单位		万元	平方米	个	万箱	箱	亿元
医药物流一期	2005-11	6,000	11,296	8,000	24	5,200	30
医药物流二期	2011-09	10,950	16,889	20,000	60	20,000	60
医药物流三期 (含一期扩建)	2013-05	6,030	10,182	1,152 3,700	-	-	10
拟建京西物流	2014-06	7,415	20,000	10,812	-	20,000	50
合计			58,367	43,664	-	-	150

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

京西物流项目可增加储位10812个，其中立库储位6912个，重型货架区储位3900个；按照“北京市药品批发企业现代物流技术指南”要求建有的1500立方米冷库，同时为满足药品电子监管码需求配备全方位自动读码系统。

未来随着医药三期项目利用率的提升和京西物流项目的投放，公司第三方物流的仓储能力、整体盈利能力均会得到明显提升。

5、服务模式不断转型升级

2013年05月16日，嘉事堂与首钢总公司签署了合作协议。该合作通过集中采购平台和集中采购组织模式，创造稳定和可持续的医药流通利润。公司与首钢总公司签订的合同，从2013年6月起已在北京地区首钢所属医疗机构开始履约，截止至2013年中报，实际销售金额达6426.27万元，嘉世佰明的股权转让工作也在稳步推进，所有上游资源整合尚需要近两月时间。首钢模式（GPO模式）作为一种创新形式，不但可以提高公司的盈利能力，将来如果能成功复制的话，可大幅提升公司成长空间。

图表 15 首钢模式增加公司服务创新类型

首钢模式		
模式	1	与首钢医药共同建立以集中采购平台为核心的医药集中采购模式
	2	嘉事堂将全资子公司（嘉世佰明）不低于90%的股权转让给首钢，并更名为“北京首钢医药有限公司”，使之成为首钢总公司开展医药集中采购、配送的平台
	3	嘉事堂作为首钢总公司所属医疗机构药品、医用耗材的唯一主供应商，通过“首钢医药”，对首钢总公司所属医疗机构所需全部药品（不含毒、麻类药品）和医用耗材统一进行集中供应和配送
阶段	1	2013年6月起在北京地区首钢所属医疗机构开始履约，北京大学首钢医院为本合作第一家医院
	2	当双方合作走入正轨后首钢总公司在外地控股的企业所属的医疗机构将逐步纳入独家配送的范围
收益		当合同全部履约后年药品配送量预计将达8亿元左右

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

同时，公司与朝阳医院签订协议，受托管理朝阳医院属下的自费药房和寿春药房，从2013年7月1日起正式接收管理。公司目前以库房改造为依托，进一步药房托管等工作，相关增值服务已经有20项。随着其他社区医院、二级及以上医院的等相关业务的展开，服务模式会进一步多元化。

嘉事堂目前的第三方物流服务、医院托管、搭建集中采购平台等一系列业务，顺应服务模式转型升级的发展趋势，并且已经走在了整个医药流通行业的前列。

五、财务分析

截止2013年中报，公司资产负债率42%左右，低于行业平均水平，流动资产充沛，无偿债之忧；同时，可以扩大财务杠杆来提升公司资产盈利水平。根据阿特曼得分为4.01位于安全区，同时也高于行业平均3.05的水平，2-5年之内破产的可能性非常小。得益于公司期间费用率控制得当，使得公司在毛利率低于行业水平的情况下，却能保持净利率水平高于行业平均值。2013年毛利率较高的器械耗材代理业务规模迅速扩大，使得公司目前毛利率水平已经呈现上升趋势，收入和利润也将持续增长。

1、公司偿债能力优异，好于行业平均水平

作为非制造业上市企业的嘉事堂，阿特曼得分为4.01位于安全区，同时也高于行业平均3.05的水平，2-5年之内破产的可能性非常小。

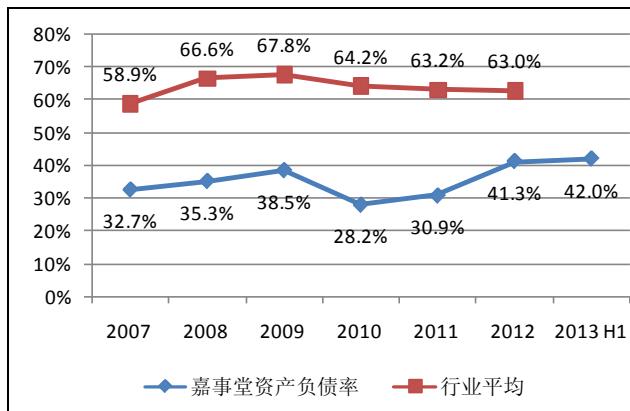
图表 16 嘉事堂阿特曼 Z-score 得分

阿特曼 Z-score	嘉事堂	行业平均	国药股份	南京医药
$Z = 6.56X1 + 3.26X2 + 6.72X3 + 1.05X4$	4.01	3.05	4.36	0.67
X1 = 流动资产 / 总资产	0.33	0.25	0.27	0.02
X2 = 留存收益 / 总资产	0.21	0.13	0.28	-0.00
X3 = 息税前收益 / 总资产	0.06	0.07	0.12	0.06
X4 = 总市值 / 总负债	0.75	0.52	0.81	0.18
X5 = 销售额 / 总资产	1.33	1.63	1.88	1.95
嘉事堂属于非制造业上市公司				
使用公式： $Z = 6.56X1 + 3.26X2 + 6.72X3 + 1.05X4$				
$Z < 1.23$, 破产区; $1.23 \leq Z < 2.9$, 灰色区; $2.9 < Z$, 安全区				

资料来源：wind，联讯证券投研中心

嘉事堂的资产负债率水平远低于行业平均水平，可以通过增加杠杆来提高ROA水平。已获利息倍数、流动比率、速动比率均好于行业平均水平，且速动比率大于1，即时变现能力偿债能力较为突出；虽然自2010年上市以来由于不断增加财务杠杆，使得资产负债率呈上升趋势，流动比率、速动比率呈下降趋势，但均在可控范围之内。

图表17 嘉事堂资产负债率水平远低于行业平均水平



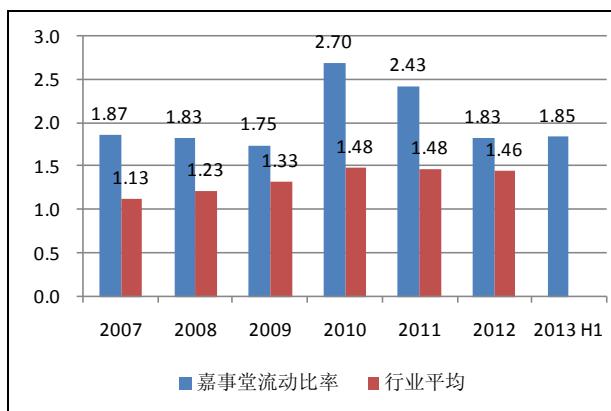
资料来源: wind, 联讯证券投研中心

图表18 嘉事堂已获利息倍数水平好于行业水平

	嘉事堂	行业平均
2007	258.62	32.13
2008	33.11	8.24
2009	135.51	21.04
2010	-36.17	9.93
2011	-10.56	11.84
2012	-14.2	7.08
2013 H1	-65.85	

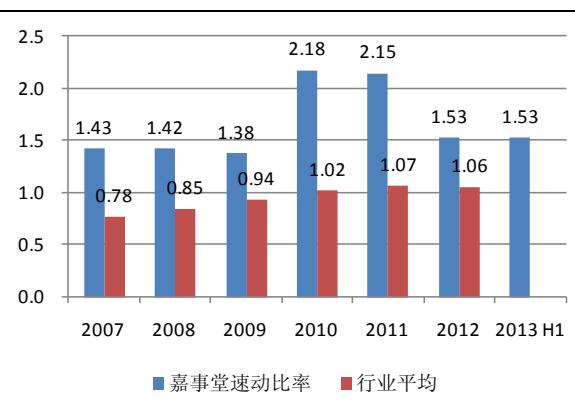
资料来源: wind, 联讯证券投研中心

图表19 嘉事堂流动比率高于行业平均水平



资料来源: wind, 联讯证券投研中心

图表20 嘉事堂速动比率高于行业平均水平

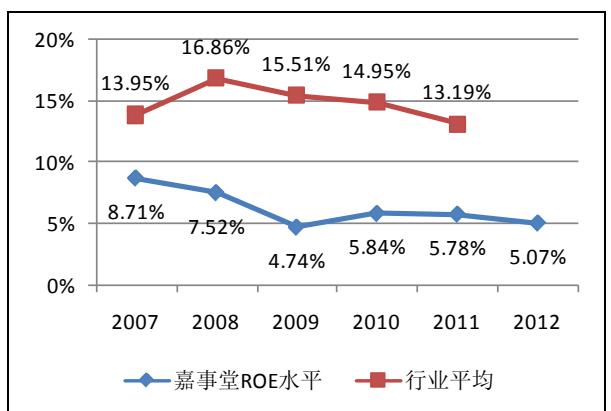


资料来源: wind, 联讯证券投研中心

2、公司费用控制较好，盈利能力逐步提升

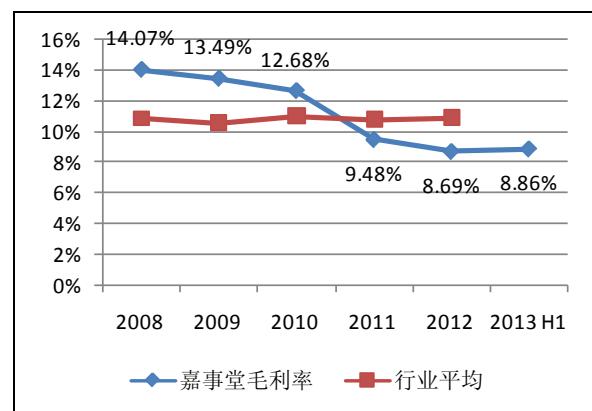
嘉事堂由于2010年上市后资产负债率大幅下降、净资产大幅增长，虽然公司盈利能力应收增长迅速，但净资产收益率仍处于行业水平以下，公司可以通过扩大杠杆规模，来提升ROE水平。

图表21 嘉事堂ROE水平低于行业平均水平



资料来源: wind, 联讯证券投研中心

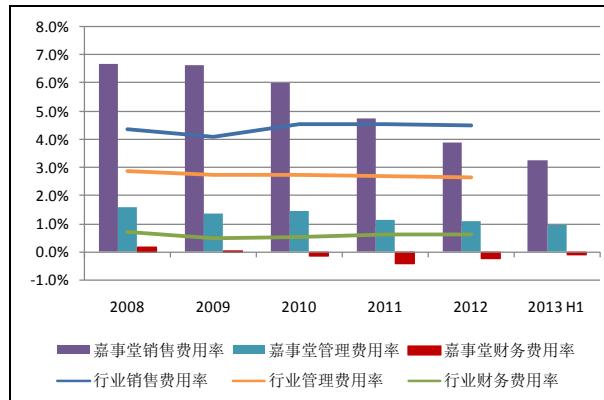
图表22 嘉事堂毛利率低于行业平均水平



资料来源: wind, 联讯证券投研中心

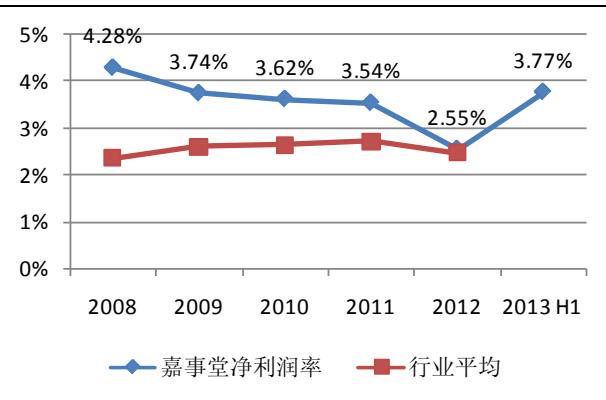
公司由于毛利率较低的批发纯销业务大幅增长，同时受到竞争加剧影响毛利率较高的零售业务出现下滑，使得公司毛利率水平从2011年开始低于行业平均值；但由于2013年毛利率较高的器械耗材代理业务规模迅速扩大，使得公司目前毛利率水平已经呈现上升趋势。得益于公司期间费用率控制得当、低于行业平均水平，使得公司在毛利率低于行业水平的情况下，却能保持净利率水平高于行业平均值。

图表23 嘉事堂三费控制好于行业平均水平



资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表24 嘉事堂净利率高于行业平均水平

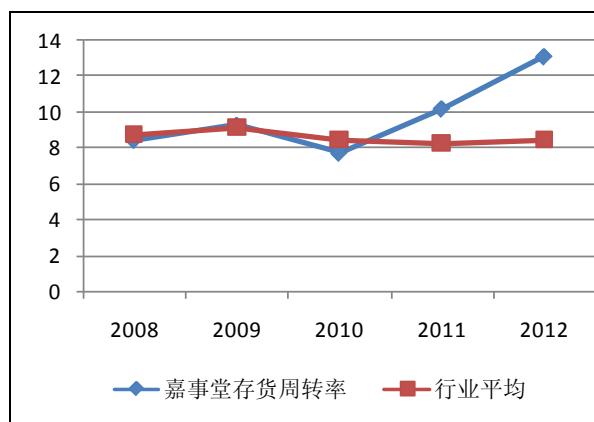


资料来源：wind，联讯证券投研中心

3、公司存货周转率较好，其他运营能力有待提高

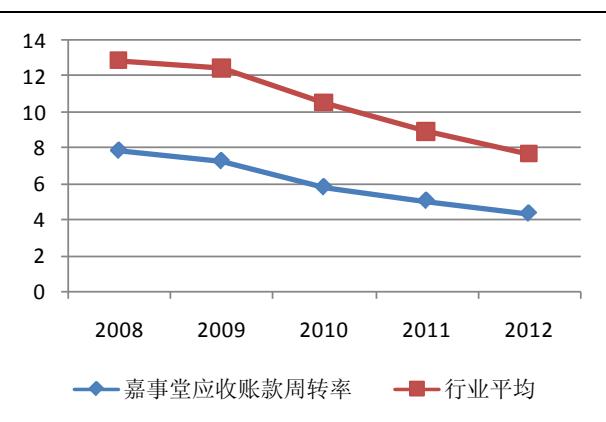
由于应收帐款周转率远低于行业水平并随着行业整体趋势下滑，使得公司流动资产及总资产周转率低于行业平均水平；目前，公司对于回款周期的控制做了深入的工作，未来有望加快回款速度。同时，随着二期物流配送项目运营、物流配送能力加强，公司存货周转率从2011年开始大幅领先行业平均水平，同时促使公司的流动资产/总资产周转率逐步向上，趋近于行业平均水平。

图表25 嘉事堂存货周转率好于行业平均水平



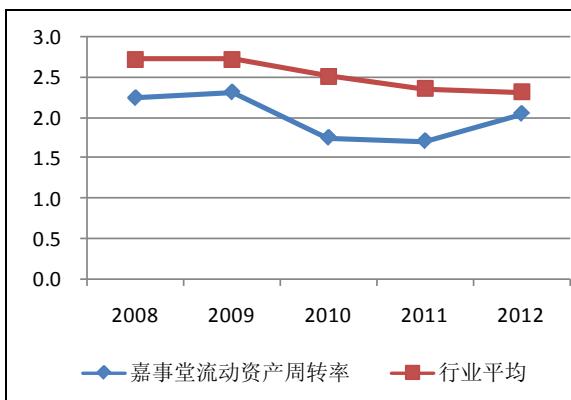
资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表26 嘉事堂应收账款周转率低于行业平均水平



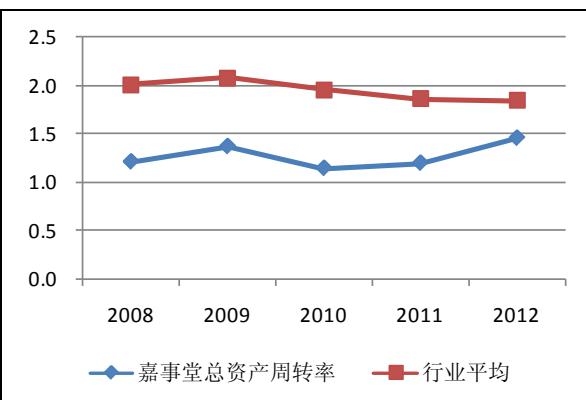
资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表27 嘉事堂流动资产周转率开始企稳回升



资料来源: wind, 联讯证券投研中心

图表28 总资产周转率也企稳回升(单位: 次)

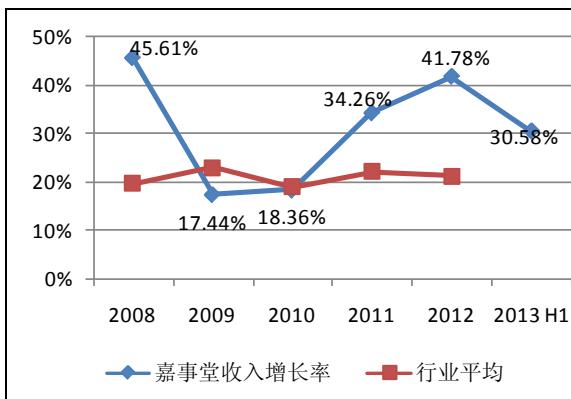


资料来源: wind, 联讯证券投研中心

4、公司收入、净利润增长率好于行业平均水平

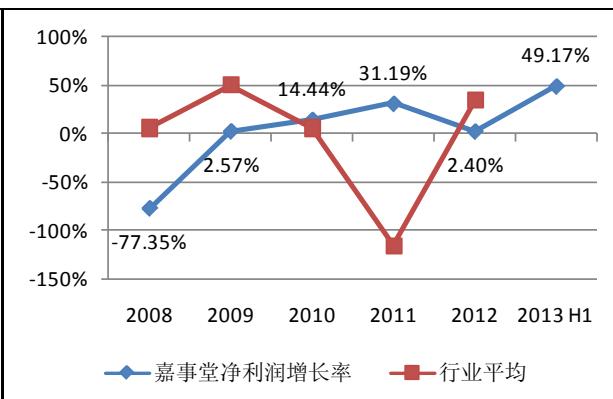
2013上半年随着批发纯销业务和器械耗材代理业务的高速发展，公司净利润增长已经明显高于收入增速。随着刚刚运营的物流三期项目利用率上升以及未来京西物流基地的建成，社区配送规模逐渐扩大，器械耗材代理业务增强，公司收入和利润还将持续增长。

图表29 嘉事堂收入增长率好于行业平均水平



资料来源: wind, 联讯证券投研中心

图表30 嘉事堂应净利润增长率高于行业平均水平



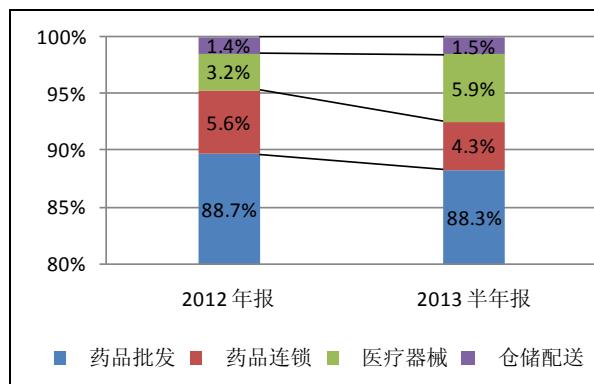
资料来源: wind, 联讯证券投研中心

六、盈利预测

我们预计公司2013-2015年净利润增速分别为44.7%、36.9%和19.7%，EPS分别为0.39、0.54和0.64元，目前股价对应PE分别为31、23和19。依托不断扩大的物流配送能力，公司的社区配送业务、医疗器械耗材代理业务和首钢模式的创新服务业务等快速增长，将对公司未来几年业绩产生积极的影响，预计未来12个月合理估值为14元，维持对公司的“增持”评级。

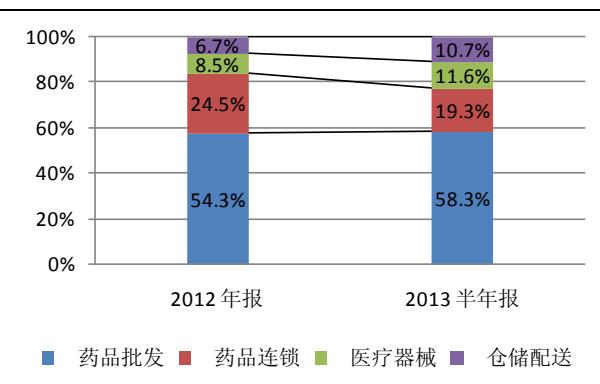
公司主要收入和利润来源是药品批发业务；由于竞争压力增加公司药品连锁业务收入和利润均比去年有所下降；器械耗材代理业务开展较好、收入和利润占比均有提升。

图表31 公司营业收入占比情况



资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

图表32 公司营业利润占比情况



资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

图表33 嘉事堂主营构成预测

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
药品批发	1594.2	2265.1	2944.6	3827.9	4976.3
	54.2%	42.1%	30.0%	30.0%	30.0%
	4.9%	5.1%	6.0%	5.8%	5.6%
药品连锁	145.8	142.7	132.7	130.1	131.4
	-14.2%	-2.1%	-7.0%	-2.0%	1.0%
	36.3%	36.7%	37.0%	36.5%	36.0%
医疗器械销售	1.9	81.6	179.5	305.1	457.7
		4105.2%	120.0%	70.0%	50.0%
	29.9%	22.3%	30.0%	33.0%	35.0%
仓储物流	26.9	35.5	46.2	60.1	78.1
	106.2%	32.3%	30.0%	30.0%	30.0%
	52.1%	40.4%	55.0%	54.0%	53.0%

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

图表34 嘉事堂财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
	流动资产	现金	应收账款	其它应收款	预付账款	存货	非流动资产	长期投资			
流动资产	1,105	1,382	1,767	2,022	1,334	营业收入	1,801	2,554	3,303	4,323	5,644
现金	513	384	651	850	-	营业成本	1,631	2,332	2,998	3,921	5,116
应收账款	429	744	744	744	744	营业税金及附加	5	8	10	14	18
其它应收款	4	5	5	5	5	营业费用	85	99	129	164	217
预付账款	30	19	35	42	56	管理费用	20	28	33	39	56
存货	129	227	330	380	526	财务费用	(7)	(6)	2	9	26
其他	-	1	2	2	2	资产减值损失	(1)	3	2	2	2
非流动资产	474	538	609	663	722	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期投资	2	2	5	4	4	投资净收益	1	2	2	2	2

固定资产	224	259	340	402	464	营业利润	70	92	130	177	211
无形资产	34	34	28	25	22	营业外收入	16	1	-	0	0
其他	215	243	235	231	232	营业外支出	1	1	-	0	0
资产总计	1,579	1,920	2,376	2,685	2,056	利润总额	85	92	130	177	210
流动负债	454	756	1,563	1,787	1,064	所得税	22	23	32	44	52
短期借款	-	10	818	1,041	317	净利润	64	69	98	133	158
应付账款	365	642	642	642	642	少数股东损益	0	4	4	4	4
其他	89	104	103	103	104	归属母公司净利润	64	65	94	129	155
非流动负债	34	36	36	36	37	EBITDA	87	101	142	197	249
长期借款	-	-	-	-	-	EPS (元)	0.27	0.27	0.39	0.54	0.64
其他	34	36	36	36	37						
负债合计	488	792	1,598	1,823	1,100	主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	31	33	37	41	45	成长能力					
股本	240	240	240	240	240	营业收入	34.3%	41.8%	29.3%	30.9%	30.6%
资本公积	453	459	-	-	-	营业利润	6.7%	31.7%	42.2%	35.5%	19.0%
留存收益	366	395	461	541	631	归属母公司净利润	31.2%	2.4%	44.7%	36.9%	19.7%
归属母公司股东权益	1,059	-	701	781	871	盈利能力					
负债和股东权益	1,579	1,920	2,337	2,646	2,017	毛利率	9.5%	8.7%	9.2%	9.3%	9.4%
						期间费用率	5.4%	4.7%	5.0%	4.9%	5.3%
						净利率	3.5%	2.6%	2.9%	3.0%	2.7%
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	6.0%	-	13.5%	16.5%	17.8%
经营活动现金流	49	(35)	(13)	95	35	ROIC	16.8%	13.4%	16.0%	19.8%	20.4%
净利润	64	69	98	133	158	偿债能力					
折旧摊销	9	16	10	11	13	资产负债率	30.9%	41.3%	68.4%	68.9%	54.5%
财务费用	(7)	(6)	2	9	26	净负债比率	0.0%	1.3%	51.2%	57.1%	28.8%
投资损失	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	流动比率	2.43	1.83	1.13	1.13	1.25
营运资金变动	(7)	(116)	(119)	(57)	(161)	速动比率	2.15	1.53	0.92	0.92	0.76
其它	(9)	3	(2)	1	1	营运能力					
投资活动现金流	10	(64)	(55)	(62)	(69)	总资产周转率	1.20	1.46	1.54	1.71	2.38
资本支出	92	53	59	64	70	应收账款周转率	5.06	4.35	4.44	5.81	7.58
长期投资	-	8	(2)	(1)	0	应付账款周转率	4.76	4.63	4.67	6.10	7.97
其他	102	(3)	3	1	1	每股指标(元)					
筹资活动现金流	(11)	(14)	221	166	(815)	EPS	0.27	0.27	0.39	0.54	0.64
短期借款	-	10	808	224	(724)	每股经营现金流	0.20	-0.15	-0.05	0.40	0.14
长期借款	-	-	-	-	-	每股净资产	4.41	0.00	2.92	3.26	3.63
普通股增加	80	-	-	-	-	估值比率					
资本公积增加	(75)	6	(459)	-	-	P/E	46.1	45.0	31.1	22.7	19.0
其他	(16)	(30)	(128)	(58)	(91)	P/B	2.77	-	4.19	3.76	3.37
现金净增加额	-	(113)	154	199	(850)						

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。