

## 监管加强将促进股改承诺的解决

■事件：公司发布《关于公司控股股东及关联方承诺事项履行情况的公告》。大股东远大集团曾承诺将旗下雷允上、武汉远大制药、四川远大蜀阳等资产注入公司，但于2007年8月被上市公司否决。根据证监会2013年年底下发的《上市公司监管指引第4号》（以下简称4号文）中的条例：“如相关承诺确已无法履行或履行承诺将不利于维护上市公司权益，承诺相关方无法按照前述规定对已有承诺作出规范的，可将变更承诺或豁免履行承诺事项提请股东大会审议。”据此，远大集团申请豁免履行相关资产注入承诺，将提请年度股东大会审议。

■点评：监管层显著提高对大股东履约的监督，解决股改承诺对远大集团举足轻重。流通股对豁免能否通过有决定权，预计大股东需要提供补偿条件。

- 解决股改承诺对远大集团举足轻重。根据4号文，除少数无法控制的客观原因外，“超期未履行承诺或违反承诺的，我会依据《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》将相关情况记入诚信档案，并对承诺相关方采取监管谈话、责令公开说明、责令改正、出具警示函、将承诺相关方主要决策者认定为不适当担任上市公司董事、监事、高管人选等监管措施。”“在承诺履行完毕或替代方案经股东大会批准前，我会将依据《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》及相关法规的规定，对承诺相关方提交的行政许可申请，以及其作为上市公司交易对手方的行政许可申请（例如上市公司向其购买资产、募集资金等）审慎审核或作出不予许可的决定。”这意味着，如果远大集团不能合理解决股改承诺，将影响公司行政许可申请（如项目立项、环评）、诚信记录（银行资信）等多方面，严重影响公司的经营。
- 豁免能否通过的决定权在于流通股，预计大股东将与流通股沟通补偿条件。我们预计，由于4号文中提出了“有条件的豁免申请”这一条件，远大集团在合理运用政策变化，降低市场预期。但豁免申请能否通过的决定权在流通股，考虑到远大集团有强烈意愿解决这一历史问题，我们预计远大集团需要与流通股沟通其它的补偿形式。

■投资建议：远大集团提出资产注入豁免请求，出乎市场预料，但我们认为并不是坏事，相反将促使远大集团积极与流通股进行对话，就股改承诺问题进行协商，或以其他方式对流通股进行补偿。如此事件导致股价调整将是投资良机。维持公司2013-2015年EPS预测分别为1.40、1.74、2.18元和12个月目标价55元。重申“增持-A”投资评级。

■风险提示：反商业贿赂、药品招标、医保控费等行业性风险。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	11,131.4	14,579.2	17,880.2	21,687.2	26,332.9
净利润	381.5	469.9	608.6	755.6	947.8
每股收益(元)	0.88	1.08	1.40	1.74	2.18
每股净资产(元)	3.52	4.60	5.80	7.45	9.49

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	57.4	46.6	36.0	29.0	23.1
市净率(倍)	14.3	11.0	8.7	6.8	5.3
净利润率	3.4%	3.2%	3.4%	3.5%	3.6%
净资产收益率	27.1%	26.5%	25.7%	24.6%	23.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.3%
ROIC	32.3%	26.7%	30.8%	30.5%	31.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

维持评级

12个月目标价

55.00元

股价(2014-02-14)

50.48元

交易数据

总市值(百万元)	21,911.35
流通市值(百万元)	14,131.44
总股本(百万股)	434.06
流通股本(百万股)	279.94
12个月价格区间	37.63/50.99元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	-1.14	23.24	43.66	
绝对收益	2.60	22.85	26.48	

邹敏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511080003  
zoumin@essence.com.cn  
021-68766073

叶寅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513100001  
yeyin@essence.com.cn  
021-68763590

陈宁浦

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080006  
chennp2@essence.com.cn  
021-68765361

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060001  
wuyq@essence.com.cn  
010-66581629

相关报告

- 大股东股改障碍消除，费用计提致三季报低于预期 2013-10-21
- 主力产品动力仍存，储备品种行将破茧——2013年中报点评 2013-08-15
- 化学制剂：三季报符合预期 2013-10-21

附：上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行

为了加强对上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司的承诺及履行承诺行为的监管，切实保护中小投资者合法权益，根据《公司法》、《证券法》、《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》等有关法律和规定，现就上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行承诺行为制定本指引，有关监管要求如下：

一、上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司（以下简称承诺相关方）在首次公开发行股票、再融资、股改、并购重组以及公司治理专项活动等过程中作出的解决同业竞争、资产注入、股权激励、解决产权瑕疵等各项承诺事项，必须有明确的履约时限，不得使用“尽快”、“时机成熟时”等模糊性词语，承诺履行涉及行业政策限制的，应当在政策允许的基础上明确履约时限。

上市公司应对承诺事项的具体内容、履约方式及时间、履约能力分析、履约风险及对策、不能履约时的制约措施等方面进行充分的信息披露。

二、承诺相关方在作出承诺前应分析论证承诺事项的可实现性并公开披露相关内容，不得承诺根据当时情况判断明显不可能实现的事项。

承诺事项需要主管部门审批的，承诺相关方应明确披露需要取得的审批，并明确如无法取得审批的补救措施。

三、承诺相关方已作出的尚未履行完毕的承诺不符合本指引第一、二条规定的，应当在本指引发布之日起6个月内重新规范承诺事项并予以披露。

如相关承诺确已无法履行或履行承诺将不利于维护上市公司权益，承诺相关方无法按照前述规定对已有承诺作出规范的，可将变更承诺或豁免履行承诺事项提请股东大会审议，上市公司应向股东提供网络投票方式，承诺相关方及关联方应回避表决。

超过期限未重新规范承诺事项或未通过股东大会审议的，视同超期未履行承诺。

四、收购人收购上市公司成为新的实际控制人时，如原实际控制人承诺的相关事项未履行完毕，相关承诺义务应予以履行或由收购人予以承接，相关事项应在收购报告中明确披露。

五、因相关法律法规、政策变化、自然灾害等自身无法控制的客观原因导致承诺无法履行或无法按期履行的，承诺相关方应及时披露相关信息。

除因相关法律法规、政策变化、自然灾害等自身无法控制的客观原因外，承诺确已无法履行或者履行承诺不利于维护上市公司权益的，承诺相关方应充分披露原因，并向上市公司或其他投资者提出用新承诺替代原有承诺或者提出豁免履行承诺义务。上述变更方案应提交股东大会审议，上市公司应向股东提供网络投票方式，承诺相关方及关联方应回避表决。独立董事、监事会应就承诺相关方提出的变更方案是否合法合规、是否有利于保护上市公司或其他投资者的利益发表意见。变更方案未经股东大会审议通过且承诺到期的，视同超期未履行承诺。

六、除因相关法律法规、政策变化、自然灾害等承诺相关方自身无法控制的客观原因外，超期未履行承诺或违反承诺的，我会依据《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》将相关情况记入诚信档案，并对承诺相关方采取监管谈话、责令公开说明、责令改正、出具警示函、将承诺相关方主要决策者认定为不适当担任上市公司董事、监事、高管人选等监管措施。

在承诺履行完毕或替代方案经股东大会批准前，我会将依据《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》及相关法规的规定，对承诺相关方提交的行政许可申请，以及其作为上市公司交易对手方的行政许可申请（例如上市公司向其购买资产、募集资金等）审慎审核或作出不予许可的决定。

七、有证据表明承诺相关方在作出承诺时已知承诺不可履行的，我会将对承诺相关方依据《证券法》等有关规定予以处理。相关问题查实后，在对责任人作出处理前及按本指引进行整改前，依据《证券法》、《上市公司收购管理办法》的有关规定，限制承诺相关方对其持有或者实际支配的股份行使表决权。

八、承诺相关方所作出的承诺应符合本指引的规定，相关承诺事项应由上市公司进行信息披露，上市公司如发现承诺相关方作出的承诺事项不符合本指引的要求，应及时披露相关信息并向投资者作出风险提示。

上市公司应在定期报告中披露报告期内发生或正在履行中的承诺事项及进展情况。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2014年02月16日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>11,131.4</b>	<b>14,579.2</b>	<b>17,880.2</b>	<b>21,687.2</b>	<b>26,332.9</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	8,946.6	11,729.9	14,315.2	17,310.8	20,970.1	营业收入增长率	24.1%	31.0%	22.6%	21.3%	21.4%
营业税费	46.3	61.8	65.3	87.1	104.5	营业利润增长率	32.2%	28.2%	25.8%	23.1%	27.0%
销售费用	1,119.8	1,437.7	1,852.4	2,287.2	2,803.6	净利润增长率	20.2%	23.2%	29.5%	24.1%	25.4%
管理费用	299.6	423.9	503.7	620.9	757.9	EBITDA 增长率	34.5%	27.2%	23.0%	21.2%	22.2%
财务费用	105.1	136.3	151.9	167.2	156.0	EBIT 增长率	36.8%	28.4%	23.7%	21.3%	22.9%
资产减值损失	12.2	15.0	15.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	35.8%	27.6%	24.8%	21.3%	22.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	54.3%	8.1%	22.7%	17.7%	13.4%
投资和汇兑收益	8.6	7.9	8.2	8.2	8.1	净资产增长率	33.3%	30.5%	29.4%	31.0%	29.4%
<b>营业利润</b>	<b>610.4</b>	<b>782.7</b>	<b>984.9</b>	<b>1,212.2</b>	<b>1,538.9</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	2.4	4.8	-5.0	15.0	7.4	毛利率	19.6%	19.5%	19.9%	20.2%	20.4%
<b>利润总额</b>	<b>612.9</b>	<b>787.5</b>	<b>979.9</b>	<b>1,227.2</b>	<b>1,546.4</b>	营业利润率	5.5%	5.4%	5.5%	5.6%	5.8%
减:所得税	126.8	167.0	200.9	251.6	317.0	净利润率	3.4%	3.2%	3.4%	3.5%	3.6%
<b>净利润</b>	<b>381.5</b>	<b>469.9</b>	<b>608.6</b>	<b>755.6</b>	<b>947.8</b>	EBITDA/营业收入	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
						EBIT/营业收入	6.4%	6.3%	6.4%	6.4%	6.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	固定资产周转天数	19	17	17	16	14
货币资金	779.4	774.4	1,430.4	1,735.0	2,106.6	流动营业资本周转天数	42	41	40	42	42
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	131	122	130	134	132
应收帐款	2,035.5	2,306.1	3,243.5	3,463.8	4,589.3	应收帐款周转天数	58	54	56	56	55
应收票据	586.7	387.5	875.2	737.6	1,121.6	存货周转天数	34	33	33	33	33
预付帐款	199.7	150.3	401.6	238.0	498.4	总资产周转天数	163	153	158	158	153
存货	1,103.7	1,532.8	1,782.5	2,202.9	2,596.4	投资资本周转天数	72	70	66	65	62
其他流动资产	4.2	8.8	5.3	6.1	6.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	27.1%	26.5%	25.7%	24.6%	23.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.3%	9.5%	8.5%	9.9%	9.9%
长期股权投资	67.6	71.3	71.3	71.3	71.3	ROIC	32.3%	26.7%	30.8%	30.5%	31.8%
投资性房地产	11.4	19.2	19.2	19.2	19.2	<b>费用率</b>					
固定资产	616.2	755.6	896.6	1,001.9	1,079.1	销售费用率	10.1%	9.9%	10.4%	10.5%	10.6%
在建工程	142.5	155.1	127.5	113.8	106.9	管理费用率	2.7%	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%
无形资产	256.5	244.2	220.9	197.1	172.7	财务费用率	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.6%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.7%	13.7%	14.0%	14.2%	14.1%
<b>资产总额</b>	<b>5,843.7</b>	<b>6,538.7</b>	<b>9,144.1</b>	<b>9,865.9</b>	<b>12,459.1</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,660.9	1,408.2	1,803.7	2,015.3	1,866.1	资产负债率	69.3%	64.2%	66.9%	59.8%	58.8%
应付帐款	1,895.9	2,221.5	3,046.0	3,322.4	4,274.9	负债权益比	225.6%	179.2%	201.8%	148.7%	142.7%
应付票据	212.8	261.8	748.0	296.7	901.1	流动比率	1.19	1.26	1.32	1.44	1.49
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.91	0.89	1.02	1.06	1.14
长期借款	70.0	97.0	260.5	67.1	-	利息保障倍数	6.81	6.74	7.49	8.25	10.86
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>4,049.2</b>	<b>4,196.7</b>	<b>6,114.5</b>	<b>5,898.6</b>	<b>7,325.9</b>	DPS(元)	-	-	0.21	0.09	0.15
<b>少数股东权益</b>	<b>265.7</b>	<b>343.3</b>	<b>513.8</b>	<b>733.8</b>	<b>1,015.4</b>	分红比率	0.0%	0.0%	15.0%	5.0%	6.7%
股本	434.1	434.1	434.1	434.1	434.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.3%
留存收益	1,094.8	1,564.7	2,081.7	2,799.4	3,683.8						
<b>股东权益</b>	<b>1,794.5</b>	<b>2,342.1</b>	<b>3,029.5</b>	<b>3,967.3</b>	<b>5,133.2</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	EPS(元)	0.88	1.08	1.40	1.74	2.18
净利润	486.1	620.6	608.6	755.6	947.8	BVPS(元)	3.52	4.60	5.80	7.45	9.49
加:折旧和摊销	85.1	99.7	114.8	137.3	159.1	PE(X)	57.4	46.6	36.0	29.0	23.1
资产减值准备	12.2	15.0	-	-	-	PB(X)	14.3	11.0	8.7	6.8	5.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	59.1	1,064.9	42.7	166.3	132.7
财务费用	95.8	121.2	151.9	167.2	156.0	P/S	2.0	1.5	1.2	1.0	0.8
投资损失	-8.6	-7.9	-8.2	-8.2	-8.1	EV/EBITDA	15.9	15.4	18.4	15.1	12.2
少数股东损益	104.6	150.6	170.4	220.0	281.5	CAGR(%)	26.1%	25.6%	25.3%	26.1%	25.6%
营运资金的变动	-617.0	-304.7	-511.6	-577.2	-532.6	PEG	2.2	1.8	1.4	1.1	0.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>16.1</b>	<b>642.7</b>	<b>525.9</b>	<b>694.8</b>	<b>1,003.7</b>	ROIC/WACC	4.7	3.9	4.4	4.4	4.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-265.1</b>	<b>-239.5</b>	<b>-196.8</b>	<b>-196.8</b>	<b>-196.9</b>	REP	1.0	1.4	1.4	1.2	1.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>664.6</b>	<b>-402.9</b>	<b>327.0</b>	<b>-193.4</b>	<b>-435.2</b>						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

邹敏、叶寅、陈宁浦、吴永强分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

