价值分析

证券研究报告

华东医药（000963）：
浙江医药商业龙头，阿卡波糖等医药产品独具特色

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

联系人：刘阳

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期：2014 年 02 月 17 日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、华东医药：医药流通第一梯队里的领跑者。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。2012年，浙江地区医药销售总额798.9亿元，全国第6、占比7.15%，细分产品市场份额也排名靠前，整体处于全国第一梯队，市场空间广阔。华东医药是浙江地区医药配送龙头企业，在2012年医药商业百强排名中进入全国前10强，销售收入位列第8位，在浙江地区排名第一，是浙江地区医药商业的领跑者。

2、华东医药：医药工业独具特色。百令胶囊主要成分与虫草有效成分的含量98%吻合，且使用成本低于虫草；适应症逐渐拓展推广，自费比例和人群数增加；公司生物发酵专利独立，原料自给自足，工艺稳定，目前通过技改等方式暂时缓解产能压力，新基地预计2016年建成投产。同时以阿卡波糖为代表的糖尿病治疗药物是公司第二大系列产品，未来仍是重点发展方向，预计2013年增速25%-30%左右，国内糖尿病药品实力与外资差距很大，公司可以利用自身产品特点，在将来取得更进一步的国内领先优势，公司计划在降糖药物方面做国内最专业的生产厂商。公司其他产品如免疫抑制剂、抗肿瘤等产品增长也较为稳定。

3、股改承诺迈出新一步，扩充产品线、调整销售区域应对市场变化。大股东远大集团宣布将申请豁免履行在华东医药股改中做出的资产注入承诺，有关申请豁免事项将在2014年6月30日前按照相关规定提请华东医药2013年度股东大会进行审议。不管是通过豁免承诺还是通过其他手段（如与其他股东通过协商形成新的协议或补偿条款等），都是为了解决历史遗留问题迈出的第一步。同时，该历史遗留问题的未来获得解决也有助于上市公司将来获得再融资条件、促进公司发展、提升盈利能力。为了应对医保控费的影响，公司加大了研发和报批的力度、增强自身产品线，同时从销售方面进行自身调整。

4、盈利预测。我们预计公司2013-2015年净利润增速分别为22.0%、27.6%和24.3%，EPS分别为1.32、1.69和2.09元，目前股价对应PE分别为38、30和24。看好公司长远发展，给予公司“增持”评级。

5、风险提示。1）百令胶囊等主要产品遭遇产能瓶颈风险；2）新基地建设进度不达预期风险；3）申报产品报批进度低于预期风险；4）股改承诺豁免请求实施进度远低于预期风险。

一、公司基本情况

公司是全国520家重点国有企业、是杭州市十大企业集团杭州华东医药（集团）公司的核心企业。主要从事抗生素药品、中成药、化学合成药品的生产及中西药材、医疗器械等医药商品的销售，是一家集医药工业、商业和科研于一体的大型、综合性医药企业。医药商业方面公司从事药品、中成药、中药材、医疗器械等六大类医药商品的批发零售。制药方面公司主要产品百令胶囊为浙江省唯一的一只国家一类中药新药，销售额已连续多年在1亿元以上。

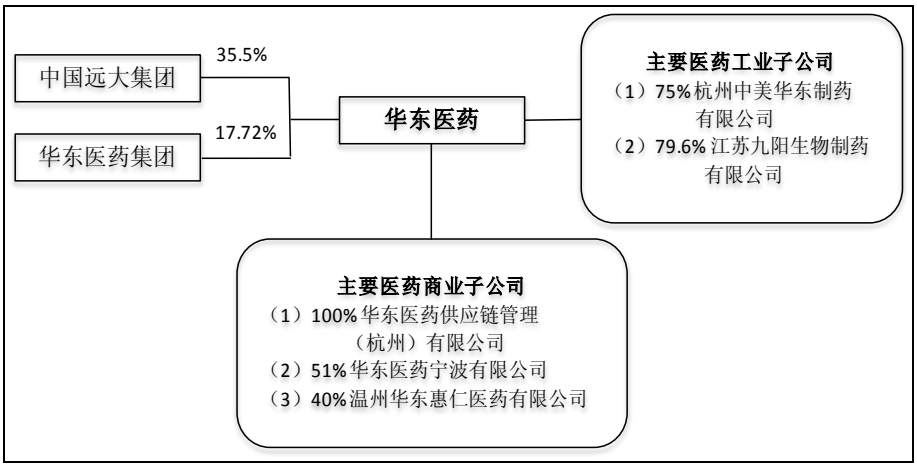
公司第一大股东为中国远大集团，实际控制人为胡凯军，作为一家经营管理型投资公司，中国远大集团主营业务涵盖医药健康、置业投资、贸易产业及金融服务等产业领域，旗下拥有：华东医药(000963)、远大医药（0512.HK）和如意集团（000626）等三家上市公司，在医药领域更侧重于全国范围内医药资产投资管理，对上市公司的经营并没有过多干涉；二股东华东医药集团旗下拥有研发能力较强的生物工程研究所，作为新药研发平台对上市公司给予支撑，同时主要负责公司的实际生产经营。

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
1	中国远大集团有限责任公司	154.11	35.5	限售流通 A 股
2	杭州华东医药集团有限公司	76.93	17.72	A 股流通股
3	全国社保基金一零四组合	11.48	2.64	A 股流通股
4	中国银行-易方达积极成长证券投资基金	6.90	1.59	A 股流通股
5	兴业银行股份有限公司-兴全趋势投资混合型证券投资基金	6.78	1.56	A 股流通股
6	中国工商银行-广发聚富开放式证券投资基金	5.68	1.31	A 股流通股
7	中国农业银行-鹏华动力增长混合型证券投资基金	5.50	1.27	A 股流通股
8	中国银行-易方达医疗保健行业股票型证券投资基金	5.38	1.24	A 股流通股
9	中国银行-易方达策略成长证券投资基金	5.12	1.18	A 股流通股
10	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	4.94	1.14	A 股流通股
	合　　计	282.81	65.15	

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心（截止到2013年9月30日）

图表2　公司组织结构



资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

二、华东医药：医药流通第一梯队里的领跑者

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。2012年，浙江地区医药销售总额798.9亿元，全国第6、占比7.15%，细分产品市场份额也排名靠前，整体处于全国第一梯队，市场空间广阔。华东医药是浙江地区医药配送龙头企业，公司在2012年医药商业百强排名中进入全国前10强，销售收入位列第8位，在浙江地区排名第一，是浙江地区医药商业的领跑者。

2.1、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：目前“全国龙头+地方割据”局面仍将持续，随着新医改的推进，加快服务模式的转型升级的同时，行业集中度仍处于不断提升的过程中。

2.2、浙江医药流通行业市场处于全国第一梯队

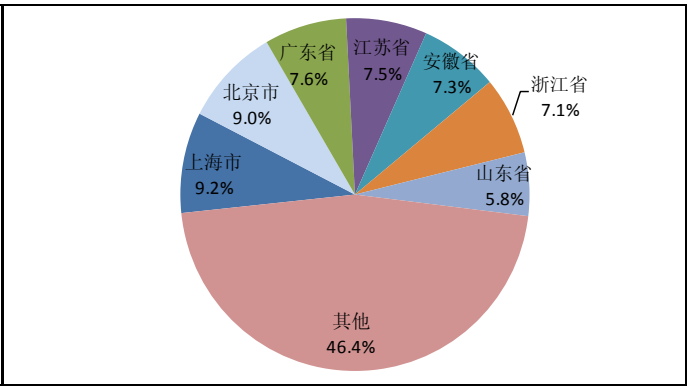
2012年，浙江地区医药销售总额798.86亿元，全国占比7.15%，排在全国第6位，市场规模国内领先。同时在药品类产品领域销售规模全国领先。

图表 3　全国及浙江地区细分产品销售占比情况

	全国	浙江省
药品类销售占比	70.5%	77.9%
中成药类销售占比	16.8%	14.3%
中药材类销售占比	4.5%	3.5%

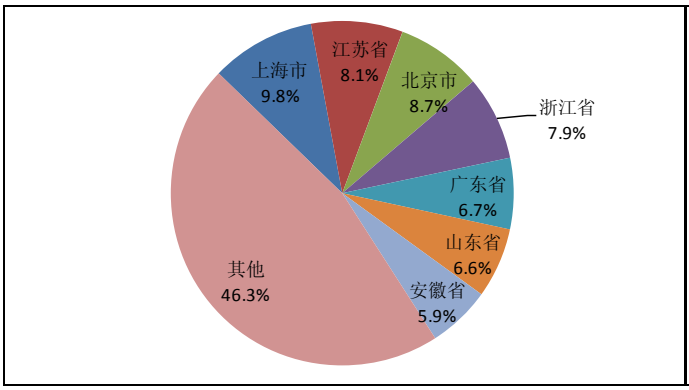
资料来源：商务部，联讯证券投研中心

图表4　2012年全国区域总销售额占比5%以上地区



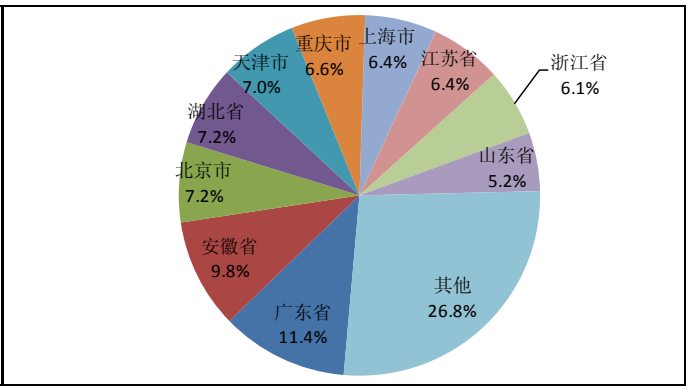
资料来源：商务部，联讯证券投研中心

图表5　2012年全国药品类区域销售占比5%以上地区



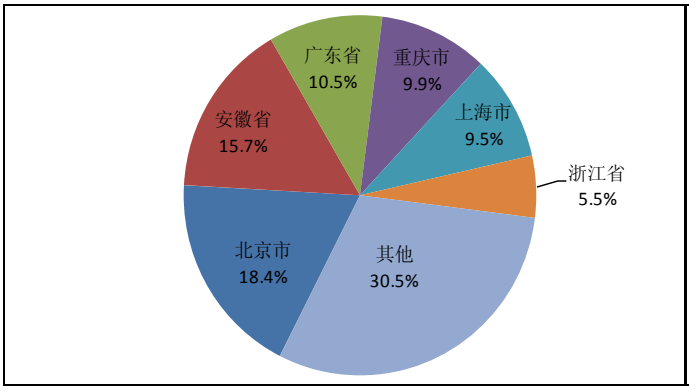
资料来源：商务部，联讯证券投研中心

图表6　2012年中成药类区域销售占比5%以上地区



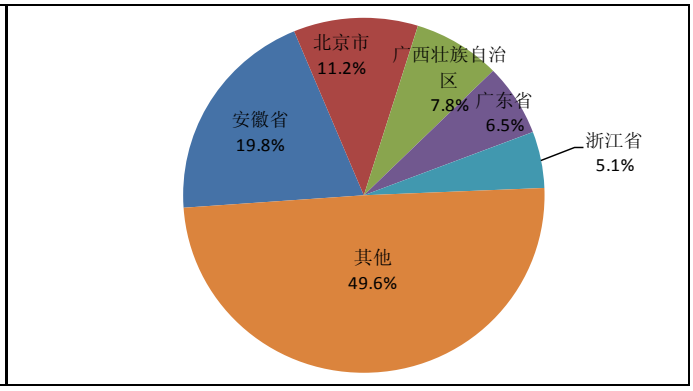
资料来源：商务部，联讯证券投研中心

图表7　2012年中药材类区域销售全国排名6



资料来源：商务部，联讯证券投研中心

图表8　山东省医疗器械类区域销售全国排名5



资料来源：商务部，联讯证券投研中心

浙江省药品类销售总额622.6亿元，全国占比7.91%，排名第4；中成药类销售总额114.6亿元，全国占比6.09%，排名第9；中药材类销售总额28.1亿元，全国占比5.54%，排名第6；医疗器械类销售总额19.2亿元，全国占比5.1%，排名第5；这四项在全国均处于第一梯队，广阔的市场空间给了浙江地方企业较为宽松的发展平台。

2.3、华东医药：浙江地区医药商业第一名

华东医药是浙江地区医药配送龙头企业，公司在2012年医药商业百强排名中进入全国前10强，销售收入位列第8位，在浙江地区排名第一。

图表 9　2012年浙江地区入围全国医药商业百强企业（单位：亿元）

2012 年批发企业主营业务收入前 100 位（山东地区企业）		
序号	企业名称	主营收入
8	**华东医药股份有限公司**	**145.3**
10	浙江英特药业有限责任公司	105.7
25	浙江省医药工业有限公司	40.1
52	浙江震元股份有限公司	18.0
57	浙江嘉信医药股份有限公司	15.6
62	浙江珍诚医药在线股份有限公司	14.8
64	回音必集团有限公司	13.6
67	杭州凯仑医药股份有限公司	13.2
68	海尔施生物医药股份有限公司	12.8
84	浙江华通医药股份有限公司	11.2
87	宁波市鄞州医药药材有限公司	10.9

资料来源：商务部，联讯证券投研中心

2013年前三季度商业收入下降较多，主要是由于反商业贿赂对对外企影响较大，目前市场观察大部分外资企业的收入均有下降（少数药品影响较小，如客户粘性大的诺和诺德的胰岛素等），而公司在浙江是很多外企的商业渠道，外资占公司商业收入1/5（主要是西药），因此公司商业增速下降多，目前政策没有结束的意向；同时限抗、医疗控费等因素，使得很多大医院增速为零或者下降，使得公司商业收入增速下降。公司的医药商业部分，未来以外延式收购为主，但目前投资标的较少，预计增速有限，或只是从战略上更有利于对某些地区的覆盖。

三、华东医药：医药工业独具特色

百令胶囊主要成分与虫草有效成分的含量98%吻合，且使用成本低于虫草；适应症逐渐拓展推广，自费比例和人群数增加；公司生物发酵专利独立，原料自给自足，工艺稳定，目前通过技改等方式暂时缓解产能压力，新基地预计2016年建成投产。同时以阿卡波糖为代表的糖尿病治疗药物是公司第二大系列产品，未来仍是重点发展方向，预计2013年增速25%-30%左右，国内糖尿病药品实力与外资差距很大，公司可以利用自身产品特点，在将来取得更进一步的国内领先优势，公司计划在降糖药物方面做国内最专业的生产厂商。公司其他产品如免疫抑制剂、抗肿瘤等产品增长也较为稳定。

3.1、百令胶囊产品独特，逐步拓展适应症

百令胶囊主要成分与虫草有效成分的含量98%吻合，且使用成本低于虫草。公司生物发酵专利独立，原料自给自足，无外部供应商；目前生产工艺已成熟，调整空间较小，产能很难迅速增长。该产品因技术壁垒较高，其他企业较难进入。公司通过技改等方式暂时缓解产能压力，但预计到2015年后可能仍会有压力，目前江东开发区设计产能1200吨，预计可以形成20-25亿产值，新基地预计2016年建成投产，原有基地可能会根据市场情况改为生产其他产品。

预计百令胶囊2013年增速30%左右。公司正在扩大百令胶囊的适应症范围，目前在向呼吸、肾、癌症肿瘤、器官移植等传统病理科室延伸，其中公司产品在肾病领域较为领先。受制于医保控费，产品未来发展主要靠自费药，目标是慢性病患者，以医院开药为主；目前自费比例和人群数已在增加。

3.2、降糖产品：阿卡波糖一枝独秀，产品线逐渐补充

糖尿病治疗药物是公司第二大系列产品，未来仍是重点发展方向，预计2013年增速25%-30%左右，明后两年增速也较为乐观。2013年公司阿卡波糖原料和片剂顺利取得欧盟GMP认证，阿卡波糖咀嚼片在国内申报独家剂型；未来公司仍会对于现有产品在剂型等方向进行发展。国内糖尿病药品实力与外资差距很大，公司可以利用自身产品特点，在将来取得更进一步的国内领先优势，公司计划在降糖药物方面做国内最专业的生产厂商。

阿卡波糖作为目前降糖的主要品种，国内拜耳公司销售收入20亿左右，年均增速20%左右；公司名列第二，去年销售5亿左右，我们预计2013年增速25%-30%。目前公司在二三线医院和社区等基层医院的占有率与拜耳相当，但三甲医药小于拜耳。基层用药人群大、粘性较高，同时低端医院的竞争压力

小于高端大医院，因此公司会从基层重点发展，2014年通过招标进入更多基层医院。公司的伏格列波糖和其他降糖产品（如吡格列酮及其系列产品等）销售增速较为稳定，公司目前还是以阿卡波糖的推广为主，其他产品用以补充降糖产品线。

3.3、免疫抑制剂、抗肿瘤产品增速稳定

免疫抑制剂，因器官移植有限，增速受影响。目前环孢素进入基药，增加免疫系统疾病、内分泌等适应症拓展，公司也因此增加基层营销人员数量。2013年环孢素增长稳定；他克莫司刚进入市场，与环孢素有替代，目前增速较好；吗替麦考酚酯，由于移植病人一般是三联或四联用药用药，无其他药物替代可能。我们预计2013年公司器官移植免疫抑制剂药物增速在10%左右，与下游器官移植免疫抑制剂需求增速相匹配。抗肿瘤药，目前只有奥沙利铂，对公司业绩贡献有限，其余有10余个产品处于报批生产通道中，在申报生产5-6个，在批4-5个，伊马替尼、伊立替康、地西他滨等在2014年有部分有希望拿到生产批件，基本都是仿制药为主。

四、股改承诺迈出新一步，扩充产品线、调整销售区域应对市场变化

大股东远大集团曾承诺将旗下雷允上药业有限公司70%的股权、武汉远大制药集团有限公司70.98%的股权、四川远大蜀阳药业有限公司40%的股权等优质资产以公允价格注入上市公司，但自从该方案于2007年8月被上市公司否决以来，大股东股改承诺一直没有更进一步的实施方案。证监会2013年12月27日出台了《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》，对于大股东股改承诺兑现起到了督促作用。2014年2月15日公司公告称，“远大集团将申请豁免履行在华东医药股改中做出的资产注入承诺，有关申请豁免事项将在2014年6月30日前按照相关规定提请华东医药2013年度股东大会进行审议。”不管是通过豁免承诺还是通过其他手段（如与其他股东通过协商形成新的协议或补偿条款等），都是为了解决历史遗留问题迈出的第一步。同时，该历史遗留问题的未来获得解决也有助于上市公司将来获得再融资条件、促进公司发展、提升盈利能力。

为了应对医保控费的影响，公司加大了研发和报批的力度，公司未来会从“收购已有批号产品和研发新产品” 相结合的方面增强自身产品线，同时从销售方面进行自身调整。扩种产品线方面，公司以现有产品线系列为主进行扩冲；同时从长远考虑，也会考虑收购不同系列的适于慢性病的中药产品，主要为心脑血管、消化道、儿科等中药方向。同时公司销售区域逐渐调整，增加销售人员，细分医院市场，增加基层销售鼓励措施，通过调整销售结构，以适应市场需求的变化。

五、财务分析

截止2013年三季报，公司资产负债率64.7%左右，与行业平均水平趋同，已获利息倍数远高于行业平均水平、长期偿债能力较好，但速动比率、流动比率均低于行业平均水平，即时变现偿还流动负债能力有待加强；根据阿特曼得分为4.43位于安全区，同时也高于行业平均3.09的水平，未来2-5年之内几乎没有破产的可能性。得益于医药工业的支撑，华东医药的毛利率和净利润率水平远高于只有纯销或分销业务的其他医药流通企业，同时公司应收帐款周转率高于行业水平、公司存货周转率高于行业平均水平，综合因素使得公司的流动资产/总资产周转率也好于行业平均水平。

5.1、公司偿债能力较为安全

由于华东医药的收入占比中，商业流通占比超过80%，因此归作非制造业上市企业，阿特曼得分为4.43位于安全区域，且高于行业平均3.09的水平，未来2-5年之内几乎没有破产的可能性。

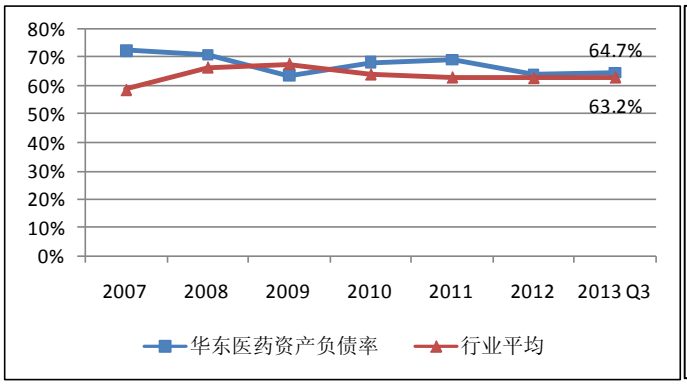
图表 10　华东医药阿特曼 Z-score 得分

阿特曼 Z-score	华东医药	行业平均	上海医药	嘉事堂	英特集团	瑞康医药	国药股份	南京医药	九州通
Z=6.56X1 + 3.26X2 + 6.72X3 + 1.05X4	4.43	3.09	3.82	4.43	1.81	2.86	4.74	0.62	3.02
X1 = 流动资产 / 总资产	0.17	0.23	0.31	0.27	0.15	0.19	0.27	0.02	0.25
X2 = 留存收益 / 总资产	0.25	0.14	0.16	0.18	0.05	0.09	0.30	-0.00	0.09
X3 = 息税前收益 / 总资产	0.13	0.05	0.08	0.06	0.06	0.05	0.10	0.04	0.04
X4 = 总市值 / 总负债	1.50	0.80	0.72	1.56	0.25	0.97	1.20	0.24	0.79
X5 = 销售额 / 总资产	1.56	1.21	1.06	0.99	1.66	1.11	1.49	1.35	1.41
华东医药属于非制造业上市公司 Z<1.23，破产区；1.23≤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（统计时间截止到20130930）

华东医药目前资产负债率水平与行业平均水平趋同，已获利息倍数远高于行业平均水平、长期偿债能力较好，但速动比率、流动比率均低于行业平均水平，即时变现偿还流动负债能力有待加强。

图表11　华东医药资产负债率水平略高于行业平均水平



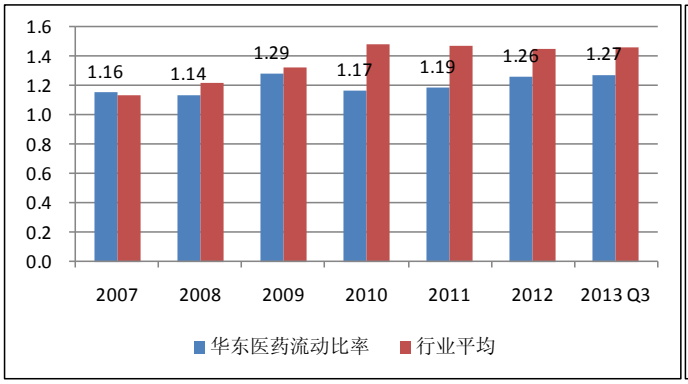
资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表12 华东医药已获利息倍数水平好于行业水平

已获利息倍数	华东医药	行业平均
2008	5.15	5.31
2009	12.06	14.26
2010	9.07	8.43
2011	6.83	9.22
2012	6.78	5.11
2013 Q3	9.90	5.97

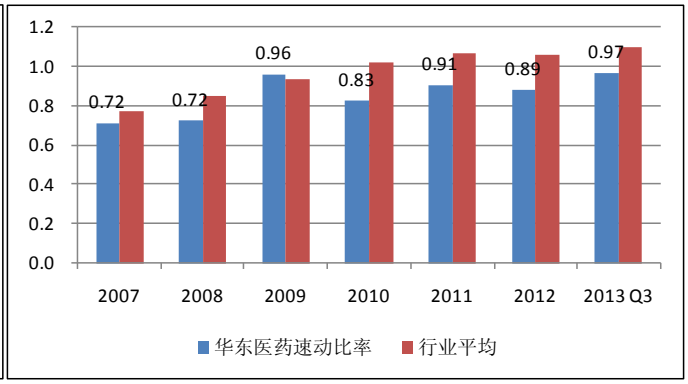
资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表13　华东医药流动比率低于行业平均水平



资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表14　华东医药速动比率低于行业平均水平

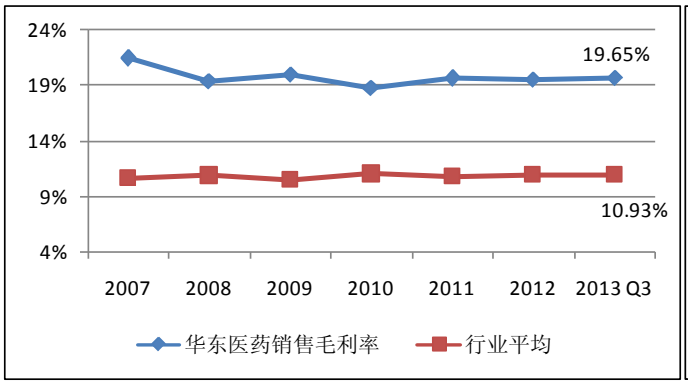


资料来源：wind，联讯证券投研中心

5.2、公司费用控制较好，净利润率保持行业平均水平

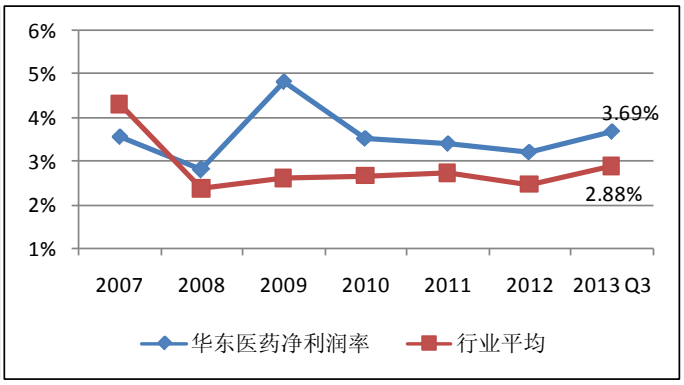
公司虽然主要业务中商业流通业务的收入占比超过80%，但是医药制造业务的利润占比超过70%，且医药制造业务82%的毛利率远高于商业流通业务6.5%的毛利率，因此在有医药工业支撑的情况下，华东医药的毛利率和净利润率水平远高于只有纯销或分销业务的其他医药流通企业；但也因此使得公司的销售费用率远高于行业平均水平。

图表15　华东医药毛利率水平高于行业平均水平



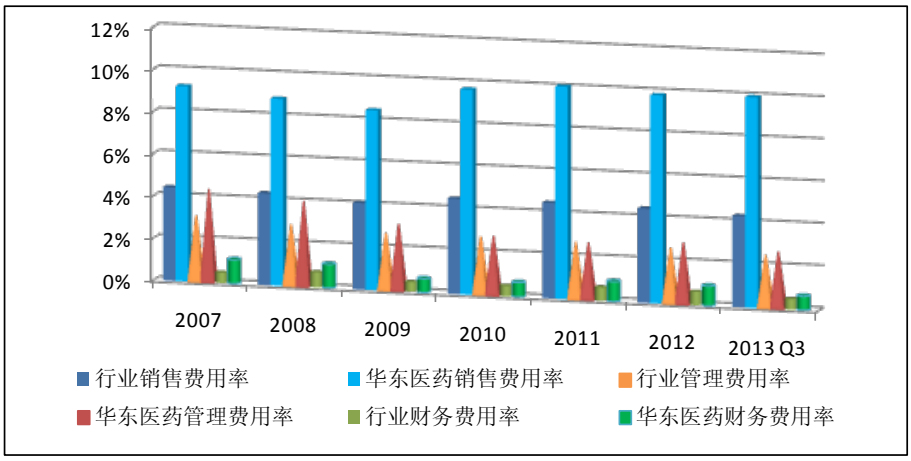
资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表16　华东医药净利率高于行业平均水平



资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表17　华东医药销售费用率远高于行业平均水平

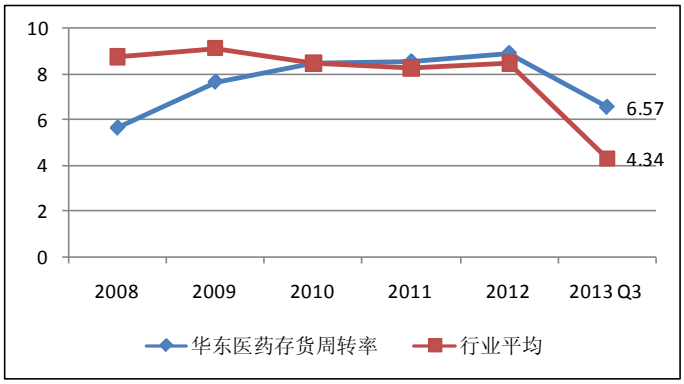


资料来源：wind，联讯证券投研中心

5.3、公司资产周转情况和回款能力均好于行业平均水平

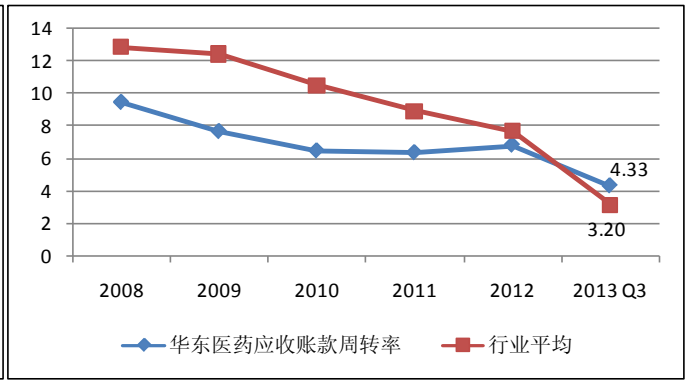
由于有医药工业对公司发展的支持，因此公司应收帐款周转率高于行业水平、公司存货周转率高于行业平均水平，综合因素使得公司的流动资产/总资产周转率也好于行业平均水平。

图表18　华东医药存货周转率好于行业平均水平



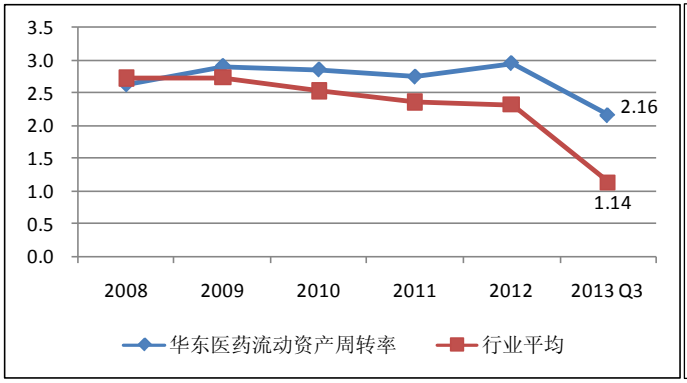
资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表19　应收帐款周转率高于行业平均水平（单位：次）



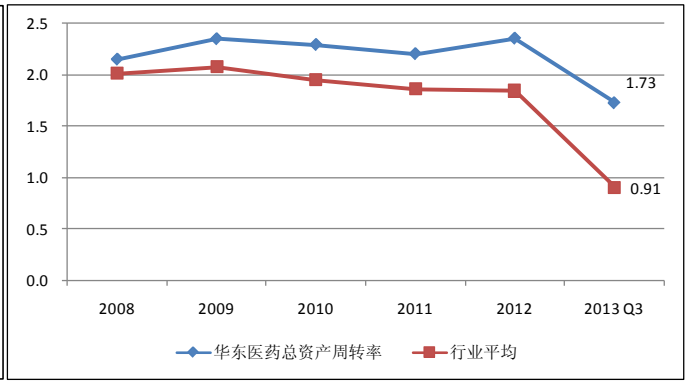
资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表20　华东医药流动资产周转率较为好



资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表21　总资产周转率高于行业平均水平（单位：次）

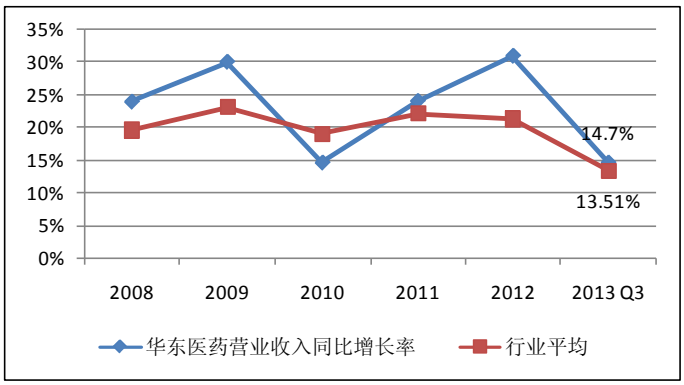


资料来源：wind，联讯证券投研中心

5.4、公司收入、净利润增长率好于行业平均水平

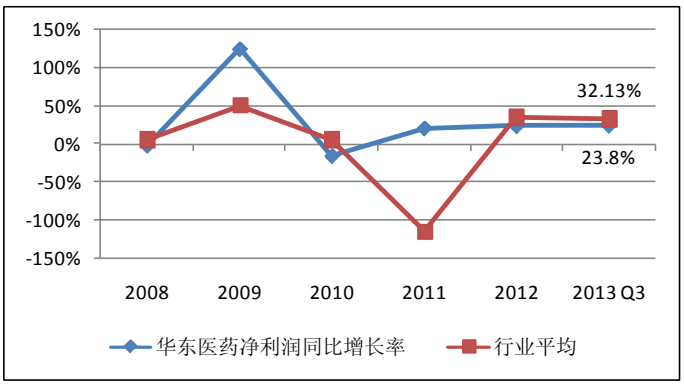
公司近几年持续稳定发展，特别是在2011年受国家药品降价严控措施导致全行业利润水平下滑的情况下，华东医药依然保持了利润的持续增长，因此公司收入和利润增长的稳定性方面远好于行业平均水平。

图表22　华东医药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23　华东医药净利润增长率高于行业平均水平



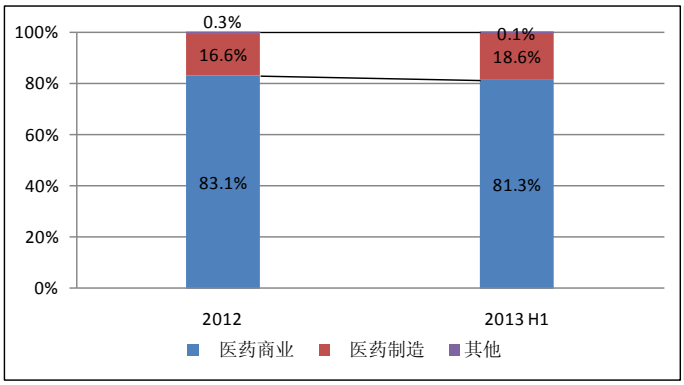
资料来源：wind，联讯证券投研中心

六、盈利预测

我们预计公司2013-2015年净利润增速分别为22.0%、27.6%和24.3%，EPS分别为1.32、1.69和2.09元，目前股价对应PE分别为38、30和24。看好公司长远发展，给予公司“增持”评级。

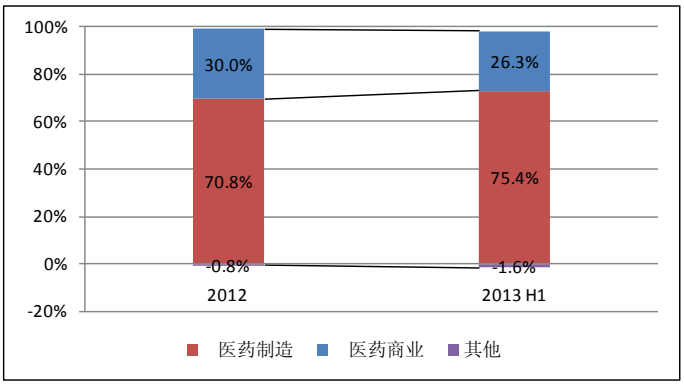
医药商业占公司收入比重81.3%，贡献利润比例仅为26.3%。

图表24　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25　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26　华东医药主营构成预测

单位：百万元		2011	2012	2013E	2014E	2015E
医药商业	收入	9208.0	12118.5	13815.1	15611.1	17484.4
	增长率	25.7%	31.6%	14.0%	13.0%	12.0%
	毛利率	6.92%	6.91%	6.55%	6.50%	6.40%
医药制造	收入	1887.7	2415.6	2947.0	3565.9	4279.1
	增长率	22.9%	28.0%	22.0%	21.0%	20.0%
	毛利率	80.36%	81.74%	81.50%	81.50%	81.50%
其他	收入	35.7	45.1	22.5	24.8	27.3
	增长率	-30.5%	26.4%	-50.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	86.90%	83.97%	77.00%	75.00%	75.00%

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

七、风险提示

1）百令胶囊等主要产品遭遇产能瓶颈风险；2）新基地建设进度不达预期风险；3）申报产品报批进度低于预期风险；4）股改承诺豁免请求实施进度远低于预期风险。

图表27　华东医药财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2012 年	2013E	2014E	2015E	利润表	2012 年	2013E	2014E	2015E
流动资产	5, 160	5, 411	5, 873	6, 529	**营业收入**	14, 579	16, 785	19, 202	21, 791
现金	774	892	1, 020	1, 524	营业成本	11, 730	13, 461	15, 262	17, 164
应收账款	2, 276	2, 276	2, 276	2, 276	营业税金及附加	62	71	81	92
其它应收款	31	31	31	31	营业费用	1, 438	1, 712	1, 997	2, 310
预付账款	150	216	231	268	管理费用	424	462	499	545
存货	1, 533	1, 604	1, 922	2, 037	财务费用	136	117	134	153
其他	396	394	395	395	资产减值损失	15	17	20	22
非流动资产	1, 379	1, 532	1, 704	1, 862	公允价值变动收益	–	–	–	–
长期投资	71	54	57	58	投资净收益	8	6	7	6
固定资产	756	962	1, 096	1, 232	**营业利润**	783	951	1, 215	1, 512
无形资产	244	210	192	178	营业外收入	38	38	38	38
其他	308	307	359	393	营业外支出	33	33	33	33
资产总计	6, 539	6, 943	7, 577	8, 391	**利润总额**	788	955	1, 220	1, 516
流动负债	4, 094	3, 479	3, 110	2, 685	所得税	167	199	254	317
短期借款	1, 408	811	430	–	**净利润**	621	757	966	1, 200
应付账款	2, 026	2, 026	2, 026	2, 026	少数股东损益	151	184	234	291
其他	660	642	654	659	**归属母公司净利润**	470	573	732	909
非流动负债	103	146	182	220	EBITDA	1, 024	1, 149	1, 439	1, 764
长期借款	97	138	175	213	EPS（元）	1. 08	1. 32	1. 69	2. 09
其他	6	7	7	7					
负债合计	4, 197	3, 624	3, 292	2, 906	**主要财务比率**	2012 年	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	343	527	761	1, 053	**成长能力**				

股本	434	434	434	434
资本公积	8	-	-	-
留存收益	1,557	2,130	2,862	3,771
归属母公司股东权益	1,999	2,564	3,296	4,205
负债和股东权益	6,539	6,716	7,349	8,164

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	675	806	844	1,295
净利润	621	757	966	1,200
折旧摊销	100	76	85	95
财务费用	136	117	134	153
投资损失	(8)	(6)	(7)	(6)
营运资金变动	(82)	(156)	(325)	(150)
其它	(92)	18	(10)	4
投资活动现金流	(164)	(159)	(236)	(247)
资本支出	152	214	229	238
长期投资	11	(19)	3	1
其他	(1)	36	(4)	(8)
筹资活动现金流	(367)	(678)	(480)	(544)
短期借款	(253)	(598)	(381)	(430)
长期借款	27	41	37	38
普通股增加	-	-	-	-
资本公积增加	-	(8)	-	-
其他	(141)	(114)	(135)	(153)
现金净增加额	144	(32)	128	504

营业收入	31.0%	15.1%	14.4%	13.5%
营业利润	28.2%	21.5%	27.8%	24.4%
归属于母公司净利润	23.2%	22.0%	27.6%	24.3%
盈利能力				
毛利率	19.5%	19.8%	20.5%	21.2%
期间费用率	13.7%	13.7%	13.7%	13.8%
净利率	3.2%	3.4%	3.8%	4.2%
ROE	23.5%	22.4%	22.2%	21.6%
ROIC	32.2%	33.1%	36.4%	41.4%
偿债能力				
资产负债率	64.2%	54.0%	44.8%	35.6%
净负债比率	35.9%	26.2%	18.4%	7.3%
流动比率	1.26	1.56	1.89	2.43
速动比率	0.89	1.09	1.27	1.67
营运能力				
总资产周转率	2.35	2.49	2.64	2.73
应收账款周转率	6.83	7.38	8.44	9.58
应付账款周转率	6.24	6.64	7.53	8.47
每股指标（元）				
EPS	1.08	1.32	1.69	2.09
每股经营现金流	1.48	1.86	1.94	2.98
每股净资产	4.60	5.91	7.59	9.69
估值比率				
P/E	46.0	37.7	29.5	23.8
P/B	10.81	8.43	6.56	5.14

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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

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。