

# 发力“中国好冰片”，请点赞

**买入 首次**

目标价格：29.00元

## 核心观点：

- 天然冰片缺口巨大，进口替代及返销出口空间可观
- 公司有望成为天然冰片产业的国标制定者和行业领导者
- 全资控股金沙药业收获业绩拐点，天然冰片量产打造增速及估值亮点

- **公司的传统主导产品面临增长瓶颈。**嘉应制药自建厂起一直专注于咽喉药和感冒药领域，主打产品为双料喉风散和重感灵片。其中，双料喉风散在广东等华南地区已占据3%以上的市场份额。近两年，由于生产成本和销售费用双双上升，公司利润增速乏力。
- **高纯度天然右旋龙脑的国产化助力公司变“土豪”。**天然右旋龙脑俗称冰片，是复方丹参滴丸、速效救心丸、麝香保心丸、双料喉风散等60多种常用中药的主要配方成分。天然右旋龙脑从植物中提炼，资源稀缺导致产量稀少，国内缺口至少500-1000吨，占全球缺口的一半。而且价格昂贵，95-98%纯度的药用天然右旋龙脑售价高达3000-10000元/公斤。在此背景下，人工合成冰片凭借低廉的价格和简单的工艺大行其道，包括我国在内的很多国家均大量采用，售价仅为80-100元/公斤。公司持股45%的广东华清园生物科技有限公司拥有培育、种植高含“脑”量梅片树以及从树叶中提取高纯度天然右旋龙脑的成熟技术和经验，同时还拥有3000亩已经与农户签订了30年土地使用协议的梅片树种植基地，预计2016年至少可以产出45吨高纯度天然右旋龙脑。该项目已被列入广东省扬帆计划，是全省二次绿化、打造绿色GDP的重点项目，获得广东省各级政府及当地农户的鼎力支持，并享有减免增值税、所得税等多项优惠。
- **全资控股湖南金沙药业后，形成协同效应，提高核心竞争力。**产品线上，公司从咽喉感冒药拓展到骨伤中药领域；渠道上，由华南、西南零售市场打入全国各省市的医院终端，形成双赢互利局面。金沙药业承诺，2013-2015每年扣非后净利润分别不低于5200万元、5300万元和7800万元，嘉应制药业绩增速迎来拐点。
- **盈利预测及估值。**我们预计，公司2013-2015年EPS分别为0.54元/0.58元/0.75元，对应PE36.4倍/34.0倍/26.2倍，在广东省各级政府及当地农户的大力支持下，公司后续有望大规模扩展梅片树种植基地，潜在增值/增长空间巨大，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	85.91	104.47	182.83	502.78	603.33
同比增长率	14.17%	21.60%	75.00%	175.00%	20.00%
净利润(百万)	20.24	7.57	137.97	147.80	191.42
同比增长率	-19.84%	-62.61%	1723.04%	7.12%	29.51%
每股收益(元)	0.080	0.030	0.544	0.582	0.754
净资产收益率	7.48%	2.72%	33.16%	26.21%	25.34%

## 中小市值公司研究组

### 首席分析师：

王风华(S1180511010001)

新财富 2013 年最佳中小市值分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

### 资深分析师：

周蓉姿(S1180050120006)

电话：010-88085982

Email: zhourongzi@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《中小市值周报 20140217: 教育信息化——教育发展的新坐标》

2014/02/17

《中小市值周报 20140121: 新股限制首日炒作，利好中小盘股》

2014/01/21

《中小市值周报 20140105: 承载一年收获，买点年货过年》

2014/01/05

《中小市值周报 20131229: 新国九条提振市场信心》

2013/12/29

## 目录

我们的核心观点.....	4
一、公司简介.....	4
二、天然右旋龙脑国产化是公司最大亮点.....	6
1. 天然右旋龙脑简介.....	6
2. 天然冰片奇货可居.....	7
3. 参股广东华清园，做中国好冰片.....	7
4. 广东省及梅州市政府力挺梅片树种植及深加工项目.....	10
三、全资控股金沙药业，收获业绩拐点.....	12
1. 踏中药产业整合浪潮，实现外延式扩张.....	12
2. 金沙药业，不断研发进取的骨伤科用药强者.....	12
3. 借收购形成协同效应，提升核心竞争力.....	13
4. 全资控股金沙药业，迎来业绩增速拐点.....	13
四、盈利预测及估值.....	14

图表

图 1 公司独家生产的双料喉风散.....	4
图 2 公司自行研发的重感灵片.....	4
图 3 公司大力拓展的消炎利胆片.....	5
图 4 公司大力拓展的壮腰健肾丸.....	5
图 5 公司全资控股湖南金沙药业后的股权结构.....	5
图 6 2012 年主营产品收入情况（单位：百万元）.....	5
图 7 2013 上半年主营产品收入情况（单位：百万元）.....	5
图 8 近三年公司营业收入和净利润的增速（单位：百万元）.....	6
图 9 公司近三年的盈利水平.....	6
图 10 广东华清园天然右旋龙脑产业链.....	8
图 11 广东华清园炼苗圃 A.....	9
图 12 广东华清园炼苗圃 B.....	9
图 13 一期种植基地的梅片树苗.....	9
图 14 一期梅片树种植基地远景图 A.....	10
图 15 一期梅片树种植基地远景图 B.....	10
图 16 嘉应制药厂区成熟的梅片树.....	11
图 17 嘉应制药厂区外围种植的梅片树.....	11

## 我们的核心观点

广东华清园生物科技有限公司是专门从事梅片树植物栽培，从中提取天然右旋龙脑（天然冰片）并拓展其高效生物医学应用的高科技股份制企业，2014年1月2日起，嘉应制药正式持有该公司45%的股权。

我们看好此次投资，同时认为该项目是嘉应制药目前最大的投资亮点，理由如下：

（1）受困于资源稀缺，我国及海外天然冰片严重供不应求，替代进口以及返销出口空间巨大；（2）公司有望成为天然冰片生产的国标制定者及行业领导者；（3）全资控股金沙药业是业绩拐点，天然冰片的规模化出产是增速及估值亮点；（4）种植梅片树绿色GDP、美丽梅州兼具，已获得广东各级政府和当地农户的鼎力支持；（5）部分自产天然冰片用来打造金牌双料喉风散，从而激活公司传统主导产品的高值性和成长性。

## 一、公司简介

广东嘉应制药股份有限公司成立于2003年3月7日，是一家集研发、生产、销售于一体的专业中药生产企业，拥有自主知识产权的核心技术。公司还拥有大型中成药生产的现代化生产基地，总投资1.8亿元。新建研发生产基地占地面积5.5万平方米，总建筑面积8万平方米，中药提取能力近万吨/年，年设计生产能力近5亿元。

目前公司共有5个剂型，65个药品品种，主要为咽喉类、感冒类、肠胃类、补益类中成药，属国家专利保护、国家中药保护、独家生产的名牌产品有双料喉风散、双料喉风含片、重感灵片、固精参茸丸等。其中，公司独家生产的“双料喉风散”是沿清代宫廷秘方研制而成的喉科良药，享誉海内外，在广东等华南地区已占据3%以上的市场份额；公司自行研发的“重感灵片”，已有50余年的生产销售历史，疗效显著。“嘉应”是广东省著名商标，旗下产品除在中国大陆销售外还远销台港澳、东南亚、欧美等国家和地区。

图 1 公司独家生产的双料喉风散



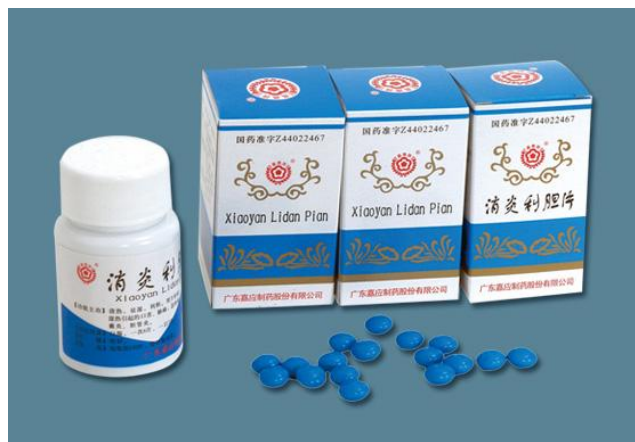
资料来源：公司公开资料，宏源证券

图 2 公司自行研发的重感灵片



资料来源：公司公开资料，宏源证券

图 3 公司大力拓展的消炎利胆片



资料来源：公司公告

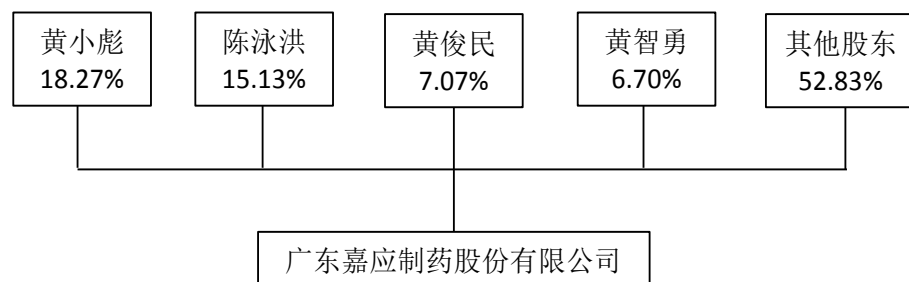
图 4 公司大力拓展的壮腰健肾丸



资料来源：公司公告

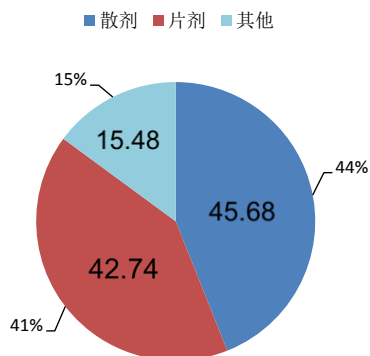
近两年，公司营业利润和净利润呈递减态势，主要系以下原因：（1）为推广产品和开发市场，加了资金投入，在央视等媒体进行广告宣传和产品促销活动，导致销售费用增加；（2）原材料、工资、福利等营业成本增加，长期股权投资收益减少，导致业绩受到影响。

图 5 公司全资控股湖南金沙药业后的股权结构



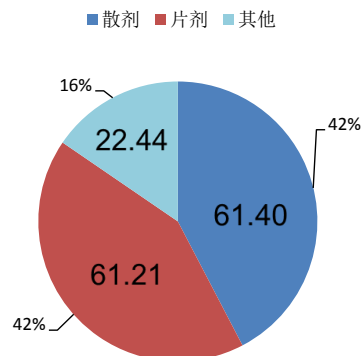
资料来源：公司公告

图 6 2012 年主营产品收入情况（单位：百万元）



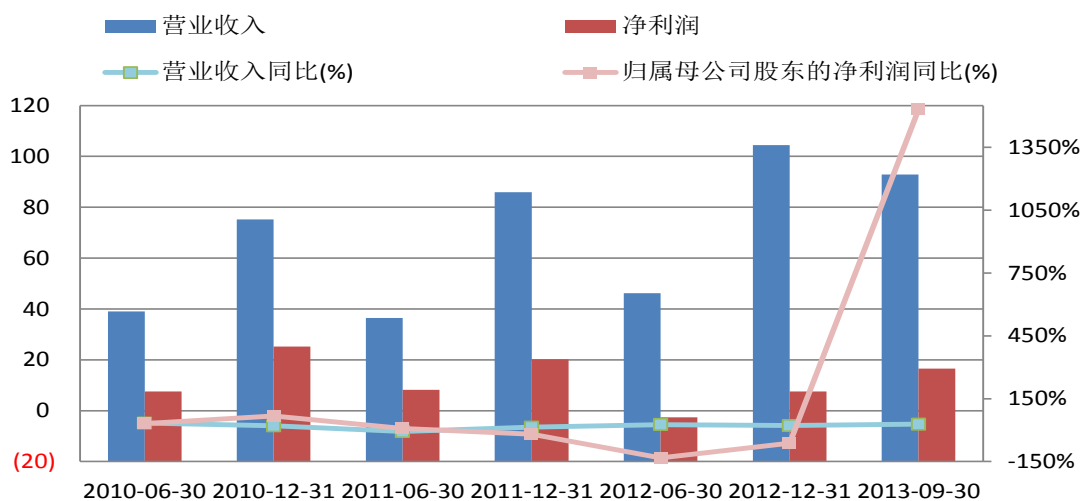
资料来源：公司公告

图 7 2013 上半年主营产品收入情况（单位：百万元）



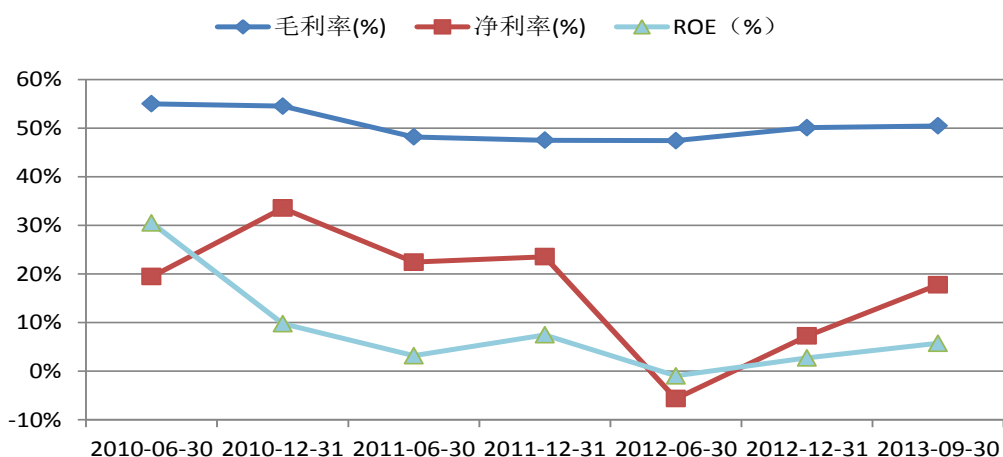
资料来源：公司公告

图 8 近三年公司营业收入和净利润的增速 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告

图 9 公司近三年的盈利水平



资料来源: 公司公告

## 二、天然右旋龙脑国产化是公司最大亮点

### 1. 天然右旋龙脑简介

天然右旋龙脑，古称天然冰片、冰片，又名龙脑（《别录》），龙脑冰片，脑子（《海上方》），瑞龙脑（《本草途径》），梅花脑子（《小儿要症直诀》），梅花片脑（《夷坚志》），片脑（《寿域神方》），梅花脑、冰片脑（《纲目》），梅片、梅冰，龙脑香。

天然右旋龙脑是一种名贵药材，素有植物麝香之美称，是人类最早作为药用的天然



有机物之一，约有 2000 多年历史，始记于唐朝的《新修本草》，有“药引”和增加其它药物治疗效果的作用，是复方丹参滴丸、复方丹参片、速效救心丸、安宫牛黄丸、麝香保心丸、心血宁、双料喉风散等 60 多种名优中药的主要配方成分。

现代制药也很重视天然右旋龙脑的应用开发，如德国研制龙脑抗癌制剂已获专利，天然右旋龙脑在抑制癌细胞生长方面的作用正在研究，有多个添加天然龙脑的药物配方被研制出来，用于治疗直肠癌、宫颈癌、阴道癌、血管癌、恶性淋巴瘤和治疗癌症疼痛等方面已取得不同程度的效果；日本已从龙脑香科植物中提取到抑癌效果明显的化合物，也从侧面体现了龙脑的应用潜力。

天然右旋龙脑还是高级香料，与沉香、白檀香、丁香、郁金香并称为佛教五香，与沉香、檀香、麝香并称为四大香中圣品。因此除医药领域外，天然右旋龙脑还在化妆品和食品工业领域有着广泛而重要的应用：可以用作高级香水的定型剂，美国食用香料制造者协会规定天然右旋龙脑可作香料添加剂，按我国食品添加剂使用卫生标准，可用于配置薄荷、白柠檬和果仁等香精，菲律宾则用来做昆虫驱避剂和空气除臭剂。

## 2. 天然冰片奇货可居

近百年来，人们一直在寻找能大量产出高质量天然冰片的植物来源。传统的方法是将龙脑香科植物龙脑香树的脂加工品或树干及树枝经水蒸馏升华，冷却后得到结晶状的**天然右旋龙脑**。龙脑香树主要产自印度尼西亚的苏门答腊岛等地，但由于长期以来过度采伐，自然资源破坏严重，该地龙脑香树已近枯竭。

目前，国内天然冰片缺口至少在 500-1000 吨，约占全球缺口的 50%，价格也非常昂贵，纯度为 95-98%的天然冰片售价高达 3000-10000 元/公斤。在严重供不应求的驱动下，合成冰片凭借低廉的价格、简单的生产工艺在我国和其他很多国家大行其道。由于其中含有毒物质异龙脑、砷、盐等化合物，药效差、毒性大、对局部有刺激感，所以某些急救类和儿童用中成药不能用合成冰片，必须采用天然冰片，美国西欧等发达国家也不允许我国以合成冰片为原料的药品进入。此外，合成冰片生产厂还存在严重的环境污染问题。

上世纪 80 年代至 90 年代，我国可科研人员经过多年努力，终于在 2500 多种樟科植物中筛选出 3 种用来提取天然冰片，分别是中国科学院植物研究所在江西发现的樟树 *Cinnamomum camphora* (L.) Presl 的一种化学型——龙脑樟植物，湖南新晃县油樟 *Cinnamomum longepaniculatum* (Gamble) N. Chao et H. W. Li 的一种化学型——龙脑型植物，以及中国科学院华南植物所从阴香 *Cinnamomum burmannii* (C. C. et Th. Nees) Bl. 的一种化学型——梅片树中提取的天然右旋龙脑。

这 3 种樟科植物分属不同种，即樟、油樟、阴香植物中的一种化学型。上述天然右旋龙脑均从树叶中提取，而树叶生长周期短，因此这些樟科植物叶片被认为是我国提取天然右旋龙脑的最佳天然资源。

## 3. 参股广东华清园，做中国好冰片

2014 年 1 月 2 日，公司发布公告，受让广东华清园生物科技有限公司（以下简称“广东华清园”）45%的股权。

广东华清园于 2008 年 7 月注册成立，2013 年为了实现我国天然右旋龙脑的规模化生产及创新应用开发，公司在嘉应制药董事会成员的倡导下着手调整业务结构，并于同年 6 月完成了股权结构及经营范围的变更，现已成为专业从事梅片树植物栽培、从中提取有效成份天然右旋龙脑进行高效生物医学应用，并集种植、生产、科研及新产品开发于一体的高科技股份制企业。

图 10 广东华清园天然右旋龙脑产业链



资料来源：广东华清园公开资料，宏源证券

公司拥有强大的专业研发团队，建立了“天然右旋龙脑（国产梅片）研究所”，在梅州市平远县建立了占地 50 亩的梅片树苗育苗圃，配套有先进的料场、苗床、道路、排水系统、灌溉系统和标准的消毒设施、保管室，年设计产苗量 150-250 万株。

广东华清园与华南理工大学、广东省林业科学院、暨南大学、华南植物研究所、广东药学院等科研院所建立了长期合作关系，在天然右旋龙脑创新开发方面取得了突出成果，起草了广东省首个《国产梅片（天然右旋龙脑）》地方药材标准，并被广东省中药材标准收录（2010），我们预计公司也有望成为该领域的国标制定者。此外，广东华清的研发团队还发现天然右旋龙脑具有显著辅助抗癌功效，在国际主流刊物发表了多篇高水准文章，为我国天然右旋龙脑的高值化生物医学应用奠定了基础，开阔了前景。公司股东嘉应制药也给予了大力支持，已经建成 1200 平方米的实验场地和 1500 平方米的 GMP 车间，装备了年产 50 吨天然右旋龙脑的冷冻结晶生产线、分离和升华纯化车间。



图 11 广东华清园炼苗苗圃 A



资料来源：宏源证券

图 12 广东华清园炼苗苗圃 B



资料来源：宏源证券

2013 年，广东华清园采取“公司+基地+农户”的合作模式，在梅州市平远县与当地农户签订了为期 30 年的土地租用协议，目前已建成 3000 亩一期规范化梅片树种植基地，按照示范种植标准，每亩种植梅片树苗 500 株，种植期 3 年，2016 年开始能够采叶提纯天然右旋龙脑。

图 13 一期种植基地的梅片树苗



资料来源：宏源证券

图 14 一期梅片树种植基地远景图 A



资料来源：宏源证券

图 15 一期梅片树种植基地远景图 B



资料来源：宏源证券

在自然环境下，可以提取天然右旋龙脑的 3 种樟科植物的叶精油含量均不稳定，广东华清园经过 5 年多的培育试验，现在一期种植的梅片树叶精油含量可以稳定在千分之三以上。经过 3 年生长期后，每棵梅片树每年至少可以采摘枝叶 10 公斤，即一期 3000 亩种植基地自 2016 年开始至少能够产出 45 吨的高纯度天然右旋龙脑。从而实现天然冰片的规模化和国产化，打造天然右旋龙脑的应用全产业链。

2014 年，广东华清园的梅片树培育基地会出产天然冰片 3-4 吨/年，届时将供给嘉应制药打造“金牌双料喉风散”，售价是含人工冰片的传统双料喉风散的数倍，从而激活传统主打产品的高值性和成长性。

## 4. 广东省及梅州市政府力挺梅片树种植及深加工项目

2013 年，广东华清园的梅片树种植及深加工项目获得了广东省组织部、省科技厅、省财政厅振兴粤东西北的“扬帆计划”的重点资助，也是梅州市产业振兴三年行动计划（2013-2015 年）的重中之重。广东省和梅州市政府力挺该项目，并给予减免增值税和所得税的优惠，主要有以下两个原因：

（1）梅片树药用和观赏性兼备，是理想的绿化树种。梅片树是樟科常绿乔木，树形美观，主干通直，枝叶浓密，特殊的芳香气味可以驱蚊避蝇，因此既是珍贵的药用植物，也适合作绿化树种。1995-2005 年是广东省的绿化十年，在全省范围内掀起了桉树种植热潮，由于引种和造林规划不合理、掠夺式开发等原因，人工桉树林易受自然灾害、所在区域地力下降、水土流失加剧等问题频频出现，引发民众不满。广东省计划“十二五”期间在全省范围内开展“二次绿化”，目前看梅片树很适合作本轮绿化的主力树种。



图 16 嘉应制药厂区成熟的梅片树



资料来源：公司公告

图 17 嘉应制药厂区外围种植的梅片树



资料来源：公司公告

（2）梅片树粗生易管、经济性突出，是难得的富民工程。种植梅片树无需占用农田，荒山、林地、房前屋后均能很好的存活。不受土壤、气候影响，每年除草一次、施肥两次即可，且抗旱防虫，特别适合农户经营管理。农户种植3年后只要每年收割枝叶就好，是一次性种植，永久收益的绿色产业。广东华清园与当地农户签订协议，种植技术环节由公司提供免费指导和培训，只要是公司供应的种苗，收割时均会保价收购，只要按照公司的标准种植和管理，农户即可实现产值6000元/亩，纯利4000元/亩，是优质的创收增富项目。

综上，梅片树产业化种植推广是引导农户耕山致富、绿化梅州山区、推动GDP快速增长、增厚政府绿色资产的特色产业，因而得到广东省各级政府和当地农户的鼎力支持。

## 三、全资控股金沙药业，收获业绩拐点

2013年11月6日，嘉应制药公告：湖南金沙药业64.47%的股权已过户至公司名下，并完成工商登记手续。”至此，湖南金沙药业正式成为嘉应制药旗下全资子公司。

### 1. 踏中药产业整合浪潮，实现外延式扩张

近年来，我国陆续出台了《中药现代化发展纲要》、《中华人民共和国中医药条例》、《中医药创新发展规划纲要（2006~2020）》、《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》等一系列法规，国家政策的支持极大促进了我国中药产业的健康发展，中药产业迎来了新的历史发展机遇。

中药行业的广阔前景吸引了国内众多企业加入，但多数企业专业化程度不高，缺乏自身的品牌和特色品种，多数品种的生产规模化、集约化程度较低。随着2010年版《中国药典》的实施和国家对药品标准要求的不断提高，行业竞争不断加剧，很多生产低价低效药物、标准相对落后的中小企业将会被逐步淘汰。行业门槛的提高，对行业内优势企业是一个难得的发展机遇，通过兼并重组扩大经营规模，实现规模经济效益。

在此背景下，嘉应制药借力资本市场，全资控股湖南金沙药业，实现外延式扩张。

### 2. 湖南金沙药业：不断研发进取的骨伤科用药强者

湖南金沙药业的主导产品接骨七厘片属于骨伤科用药。骨伤科用药是指主要用于治疗骨骼和软组织（包括肌肉、韧带）的急、慢性损伤或劳损所致的组织疼痛、灼热、瘀血、肿胀或炎症的药物。骨伤科疾病不受时间、季节、地点、性别、年龄的限制，是常见的伤痛病。我国作为一个发展中的人口大国，近年来因交通事故、其他作业造成的伤亡事故逐年递增。同时，伴随人口的老齡化，肩周炎、腰椎间盘突出、股骨头坏死、骨质增生等常见病、多发病的发病率也明显增加。因此，得益于市场环境，终端消费者对于金沙药业的主打产品接骨七厘片的需求也在明显增加。

除接骨七厘片外，疏风活络片、调经活血片是公司的全国独家产品，在产品定价、招标采购、销售议价等方面有着独天得厚的竞争优势。公司拥有良好的产品保护体系，



接骨七厘片、接骨七厘胶囊、疏风活络片、连知解毒胶囊这些主要产品均申请了专利保护或中药保护品种，虽然接骨七厘片的中药专利保护期已过，但金沙药业对关键的制备工艺申请了专利保护，确保产品持续的竞争优势。

金沙药业一直坚持不懈地走自主研发创新的道路，已成功完成了数十项新药开发项目，如接骨七厘胶囊、二甲双胍格列本脲片（I）、佐米曲普坦片（化药三类新药）等。同时，公司对现有的主导产品也进行深度发掘和二次开发，提高产品疗效和安全性，降低生产成本。如针对接骨七厘片服药剂量较大、作用发挥较慢等缺点，采用中药细胞级微粉碎技术、薄膜包衣技术等新工艺技术进行产品的二次开发，有效地提高中药药效，降低成本、节约资源，同时还完成了其提取精制工艺研究和质量标准研究，开发出了接骨七厘胶囊作为其后续发展的替代剂型。

除了传统的骨伤科用药外，金沙药业科研中心一直与著名医药科研院所紧密合作，与中国药科大学合作开发国内创新生物制剂胰岛素喷雾剂，与中南大学药学院建立了长期的产学研合作关系，建立了以企业为主体、市场为导向、产学研相结合的科研技术创新体系，有效地实现了资源共享、优势互补的技术创新格局，促进了企业科研项目的快速进行。

综上，我们认为湖南金沙药业是一家不断进取、质地优良的专业化药企。

### 3. 借收购形成协同效应，提升核心竞争力

嘉应制药是集中成药研发、生产、销售为一体的多元化发展的上市公司。湖南金沙药业主要产销骨伤科中药产品，在行业内具有较高的知名度。

本次整合收购将带来明显的协同效应：产品线角度，嘉应制药将由咽喉及感冒中药领域拓展到骨伤科中药领域，拓展了公司的产品线；渠道角度，嘉应制药销售对象以华南、西南的零售市场为主，金沙药业则拥有较为完善的营销渠道，业务合作伙伴 200 余家，覆盖医院 18,200 家，由 25 个办事处构成的营销网络覆盖了除西藏以外的全国各省市，在浙江、上海等华东区域尤其具有优势，整合双方的销售渠道具有较高的互补性。

整合后，嘉应制药有机会将利用金沙药业较为发达的营销渠道将现有产品打入医院终端市场，从而一举打破公司市场规模增长瓶颈，快速提升市场份额，金沙药业产品亦可选择利用上市公司现有销售渠道进入零售市场，形成双赢互利的局面。

借力收购，嘉应制药形成了以广东为基地的咽喉及感冒用药板块和以湖南为基地的骨伤科用药板块的“两翼齐飞”格局，协同效应明显，核心竞争力显著提高。

### 4. 全资控股金沙药业，迎来业绩增速拐点

2010-2012 年，金沙药业分别实现营业收入 1.48 亿元、2.20 亿元和 2.64 亿元，实现净利润 5545.27 万元、6180.31 万元和 4862.50 万元；而这三年，嘉应制药的营业收入为 0.75 亿元、0.86 亿元、1.04 亿元，受成本、费用的双重挤压，净利润仅为 2524.70 万元、2023.86 万元和 756.81 万元。因此 2010-2012 年，金沙药业的营业收入相当于同期嘉应制药的 197.02%、256.46%和 252.94%，净利润则相当于嘉应制药的 219.64%、305.37%和 642.50%。



金沙药业承诺，2013-2015 年每年实现的扣除非经常性损益后的净利润将不低于 5200 万元、5800 万元和 7300 万元。若各年的实际净利润数总和低于各年的预测净利润数总和，除因不可抗力造成的情形外，其差额部分由股份认购方于嘉应制药 2015 年度专项审计报告、减值测试报告出具后，按照各自比例以股份补偿的方式向嘉应制药补足，嘉应制药可以人民币 1.00 元的总价回购股份认购方持有的嘉应制药股份。如股份认购方所持嘉应制药股份不足以补偿上述差额部分，则以等额现金补足。补偿股份数量的上限为股份认购方依据本次发行获得的嘉应制药股份总量。

因此，金沙药业收作旗下全资子公司后，嘉应制药的盈利水平和业绩增速将得到大幅提升。

## 四、盈利预测及估值

我们预计，公司 2013-2015 年将实现净利润 1.37 亿元/1.48 亿元/1.91 亿元，对应的 EPS 为 0.54 元/0.58 元/0.75 元，对应的 PE 为 36.4 倍/34.0 倍/26.2 倍。

我们看好天然冰片国产化的前景，而且在广东省各级政府和当地农户的大力支持下，我们预计公司后续有望大规模扩展梅片树种植基地，潜在增值/增长空间巨大，首次给予“买入”评级，目标价 29 元。

利润表(万元)					资产负债表(万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	104.47	182.83	502.78	603.33	货币资金	26.02	164.28	320.42	510.95
减: 营业成本	52.10	69.47	108.60	126.10	应收和预付款项	36.83	32.04	51.11	65.69
营业税金及附加	1.21	2.14	5.88	7.06	存货	24.45	38.71	33.69	50.38
销售费用	37.64	47.54	130.72	150.83	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	23.17	31.08	80.44	90.50	长期股权投资	70.36	70.36	70.36	70.36
财务费用	1.91	2.03	2.25	2.65	投资性房地产	4.36	3.83	3.30	2.78
资产减值损失	0.67	1.00	1.00	1.00	固定资产和在建工程	146.48	124.40	102.33	80.26
加: 投资收益	17.28	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	3.55	2.59	1.63	0.67
其他经营损益	0.00	132.75	0.00	0.00	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	5.04	162.32	173.88	225.20	资产总计	312.04	436.22	582.84	781.08
加: 其他非经营损益	2.01	0.00	0.00	0.00	短期借款	18.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	7.05	162.32	173.88	225.20	应付和预收款项	15.41	20.17	18.99	25.81
减: 所得税	-0.52	24.35	26.08	33.78	长期及其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	7.57	137.97	147.80	191.42	负债合计	33.96	20.17	18.99	25.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	205.00	205.00	205.00	205.00
母公司所有者净利润	7.57	137.97	147.80	191.42	资本公积	27.68	27.68	27.68	27.68
现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E	留存收益	45.40	183.37	331.17	522.59
经营性现金净流量	5.77	155.16	150.68	181.18	归属母公司股东权益	278.08	416.05	563.85	755.26
投资性现金净流量	11.19	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-5.40	-16.90	5.45	9.35	股东权益合计	278.08	416.05	563.85	755.26
现金流量净额	11.56	138.26	156.14	190.53	负债和股东权益合计	312.04	436.22	582.84	781.08
收益率指标	2012A	2013E	2014E	2015E	每股指标	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率	50.13%	62.00%	78.40%	79.10%	每股收益	0.296	0.434	0.613	0.810
三费/销售收入	60.04%	44.11%	42.45%	40.44%	每股经营性现金流	-0.217	-0.047	0.011	-0.701
EBIT/销售收入	8.09%	87.88%	33.50%	35.78%	增长率指标	2012A	2013E	2014E	2015E
EBITDA/销售收入	22.25%	100.22%	37.99%	39.51%	销售收入增长率	21.60%	75.00%	175.0%	20.00%
销售净利率	7.24%	75.46%	29.40%	31.73%	EBIDA 增长率	-36.8%	688.2%	4.24%	24.83%
资产获利率指标	2012A	2013E	2014E	2015E	净利润增长率	-62.6%	1723 %	7.12%	29.51%
ROE	2.72%	33.16%	26.21%	25.34%	营运资本增长率	19.78%	11.73%	35.15%	35.93%
ROA	2.71%	36.83%	28.90%	27.63%	估值指标	2012A	2013E	2014E	2015E
ROIC	2.57%	50.27%	56.45%	73.84%	PE	663.55	36.40	33.98	26.23
资本结构指标	2012A	2013E	2014E	2015E	PB	18.06	12.07	8.91	6.65
资产负债率	10.88%	4.62%	3.26%	3.30%	EV/EBITDA	174.23	21.25	19.59	14.90

## 作者简介:

**王风华:** 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 10 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 嘉应制药、佳都新太、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业等。

## 机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhao Yue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhou di@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

## 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

## 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。