

2015年01月16日

证券研究报告·公司研究·医药生物

科伦药业(002422)调研报告

买入(首次)

当前价: 31.37元

目标价: 35.60元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 大输液包材持续创新, 抗生素产业链渐成

- **事件:** 我们近期调研公司高管, 就其当前业务状况以及未来发展战略进行沟通、交流。
- **15年可立袋将快速放量, 双室袋、三室袋很可能获批放量。** 1) 大输液包材由“开放式”向“封闭式”发展是大趋势, 安全性、用药习惯变化等要求包材不断创新。由于行业竞争激烈, 2014年塑瓶价格下滑明显。当前塑瓶价格与公司成本接近, 估计2015年将企稳回升。新型软塑大输液瓶逐渐成为公司利润增长点; 2) **可立袋为公司独家(首家)研发的新型大输液包装,** 已经获得国家科技进步二等奖。在仍有十多个省份未招标的情况下已经取得销售收入超过10亿, 看好其在2015年各省密集招标背景下的放量。2015年15个子公司中有11家将拿到可立袋生产资质能够生产可立袋, 能够解决运输半径问题提升可立袋毛利率。如各省招标陆续开始, 估计2015年可立袋销售收入增速很可能超过20%; 3) **头孢类粉液双室袋、肠外营养双室袋和三室袋等待获批。** 粉液双室袋在拿到生产批件以前, 军队医院内部能够获准销售, 其很可能先放量。百特的双室袋、三室袋终端价分别为200元/袋和400元/袋, 公司定价至少在百特五折以上, 相对于普通包材价格优势明显。总之, 在大输液产业升级背景下可立袋优势明显(质量层次单列+招标放量), 为其利润增长点; 哈萨克斯坦招标启动, 产能将逐步释放, 也将为公司贡献利润(其产能约5000万袋)。如后续的双室袋和三室袋陆续上市也将增厚公司业绩。
- **抗生素产业链建成, 2015年可贡献利润。** 1) **第一期硫氰酸红霉素工程已经开始逐步贡献业绩。** 我们估计2014年的销售额为5亿元, 净利润亏损约6000万元, 随着产能释放, 预计2015年有望贡献销售额7亿万元, 有望实现扭亏; 2) 第二期的头孢中间体工程的关键在于2015年上半年能否拿到环保的批复, 预计将在下半年投产, 且单位产品所承担的固定资产折旧成本比较高; 3) **硫红的价格基本稳定。** 二期的头孢类中间体价格稳中有升, 首先公司的环峡、新迪以及广西的相关下游子公司都已做好了相应的准备, 大部分消化新疆基地产能; 其次是在于有部分企业因为环保方面的原因限产或停产。总之, 新疆抗生素项目第一阶段硫氰酸红霉素工程已经开始逐步贡献业绩, 配套的下游企业已经建成, 抗生素全产业链协同作用将逐渐显现。
- **盈利预测及投资建议。** 预计2014-2016年的每股收益为1.47元、1.77元、2.21元, 对应市盈率为21倍、18倍、14倍, 我们认为: 公司目前正处于从“大输液”向“大输液+抗生素+创新药”转型的关键时期, 同时估值低且催化剂多。首次给予“买入”评级。催化剂: 可立袋的招标放量、双室袋及三室袋的获批、哈萨克斯坦的招标启动、新疆硫红项目的扭亏等。

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 023-63812537

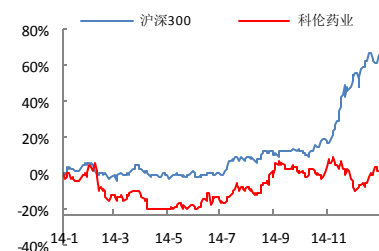
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	7.2
流通A股(亿股)	3.55
52周内股价区间(元)	24.37-34.06
总市值(亿元)	225.86
总资产(亿元)	204.40
每股净资产(元)	14.67

相关研究

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6831.28	8053.77	10105.34	12053.15
增长率	16.07%	17.90%	25.47%	19.28%
归属母公司净利润(百万元)	1079.52	1059.96	1275.89	1594.51
增长率	-0.74%	-1.81%	20.37%	24.97%
每股收益EPS(元)	1.50	1.47	1.77	2.21
净资产收益率ROE	11.06%	9.91%	10.79%	12.05%
PE	21	21	18	14
PB	2.31	2.11	1.91	1.71

数据来源: 公司公告, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 一、大输液包装创新为公司利润增长点

“大输液”是“大容量注射剂”的俗称，通常是指容量 $\geq 50\text{ml}$ 并直接由静脉滴注输入人体的液体灭菌制剂。大输液可以分为开放式和密闭式两大类，开放式指传统的玻璃瓶和近几年广泛使用的塑瓶等，而软袋、可立袋和其他新型包装输液产品为密闭式。目前对输液产品安全性、降低能耗以及环境保护方面都提出了更高的要求，如同之前塑瓶包装输液产品大规模替代玻璃瓶包装输液产品，未来新型包装输液产品将迅速替代塑瓶和普通软袋输液产品。

表 1: 大输液包材性能及特点比较

	玻璃瓶	塑瓶	非 PVC 软袋	可立袋
包装容器重量	重	较轻	轻	轻
坠落实验	差	较好	好	好
灭菌后透明度	好	较差	好	好
药物相容性	好	交叉	惰性极好	好
毒性	无	无	无	无
环保性	回收不方便	较好	好	好
可回复性	差	可少量回复	好	好
药物稳定性	不稳定	稳定	稳定	稳定
透水性指标	瓶盖、胶塞易松动，不稳定	一般	好，透过性极低	好
透氧性指标	瓶盖、胶塞易松动，不稳定	差	好，透过性极低	好
温度适应性	低温差	PP 低温差	好	好
灭菌温度范围	好	PE 差	好	好
使用情况	需空气针、存在空气污染	瓶底加空气针、减少污染	不需空气针、避免空气污染	不需空气针、避免空气污染
运输情况	不方便	较方便	方便、节约空间	方便、节约空间

数据来源:《中国药房》杂志,西南证券

图 1: 非 PVC 软袋示意图



数据来源:西安万隆,西南证券

图 2: 可立袋大输液示意图



数据来源:科伦药业,西南证券

目前行业内虽然有产能过剩的说法，但是主要是在于开放式输液领域和传统软袋输液领域。其主要原因是玻璃瓶正在迅速萎缩，目前很多企业都已经不做了，新版 GMP 改造之后，塑瓶的产能扩大并集中释放，导致产能过剩，今年以来塑瓶价格一路走低。而新型包装输液

产吕的技术壁垒较高，生产企业只有十几家，只有塑瓶包装的生产企业将难以维系，行业集中度将进一步提高。

对于科伦来说，一方面塑瓶通过价格比拼继续抢占非标市场，目前塑瓶价格 0.7 元，与成本基本相似；另一方面也在进行高技术产品的储备，如可立袋、PP 软袋、高端软袋等新产品替代塑瓶市场。

在新开展的招标中，公司会加大新型软塑包装输液产品的推广力度，实现对塑瓶的逐步替代。当前的大输液产品结构已经由“玻瓶包装占 40%，塑瓶包装占 40%，新型软塑包装占 20%”，变化为“新型软塑包装输液产品 40%，塑瓶 40%，玻瓶 20%”。未来大输液产品的结构将体现出由新型软塑密闭式产品逐步替代开放式输液产品的过程。

公司在国内外首家研发出具有自主知识产权的新型直立式聚丙烯输液袋及其包装的输液产品（简称“可立袋”），作为“新型直立式聚丙烯医用输液袋制造技术与产业化”项目主要完成单位，于 2015 年 1 月份荣获 2014 年度国家科学技术进步二等奖。从使用上来看，可立袋兼具了直立摆放和全密闭输液功能的袋型设计，可同时满足使用安全性、操作便捷性及特殊条件下可空投性的临床需求。

**表 2: 可立袋的特点及功能**

特点	功能
全密闭式输液	袋靠自身收缩打排液，无需从外界导入空气，是临床公认的最安全的输液方式
排液彻底、平稳	液体排空后呈规则的袋状，便于存放
直立摆放	临床操作更方便，优于软袋
独立吊环	操作便捷，优于软袋
材质更安全	日本进口的医用聚丙烯粒料经特殊工艺改性而成，并经上海市食品药品包装测试所权威验证
不含增塑剂	可生物降解，无毒性，对环境无污染
材质稳定	不与药物发生反应，基础输液有效期可达三年
无吸附性	不影响药物疗效
独立三孔设计	配伍加药更安全，输液系统及加药系统分开，避免同一部位反复穿刺，减少胶塞脱屑
采用易拉环设计	即开即用，无需消毒

数据来源：公开资料，西南证券

**表 3: 可立袋加药空间充足，更能满足临床需要**

规格	临床常用加药量	可立袋加药空间
100ml	30ml	125ml±5ml
250ml	60ml	105ml ± 5ml
500ml	90ml	200ml±5ml

数据来源：公开资料，西南证券

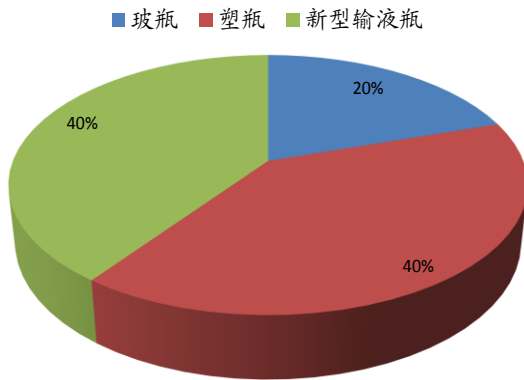
可立袋为公司独家产品，在 2014 年的销售额约 14 亿。在四川是单独定价，部分省份与软袋一块招标，部分省份已进入了基药增补。目前在云、贵、川、湖南、浙江等省已中标，其它省份等待招标。

**表 4: 公司可立袋产品中标情况**

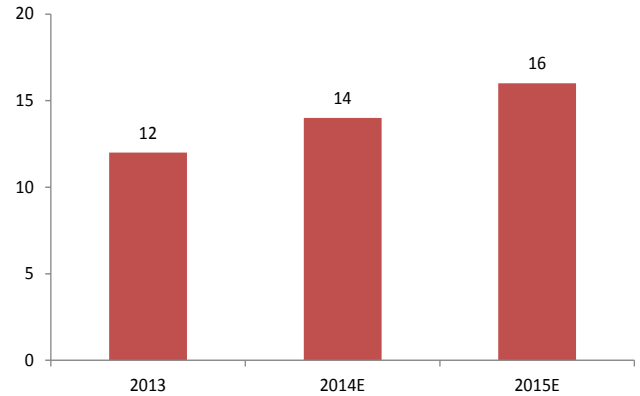
	剂型	规格	中标价 (元)	生产企业	地区
奥硝唑氯化钠注射液(可立袋)	注射液	500mg100ml	37.5	四川科伦	湖南
复方甘露醇注射液(可立袋)	注射液	37.5g:12.5g:1.	19.5	四川科伦	湖南
复方氯化钠注射液(可立袋)	注射液	500ml	5.15	四川科伦	湖南
甘油果糖注射液(可立袋)	注射液	25g:12.5g250m	30.3	四川科伦	湖南
加替沙星葡萄糖注射液(可立袋)	注射液	200mg100ml	36.76	四川科伦	湖南
甲硝唑注射液(可立袋)	注射液	500mg100ml	4.1	四川科伦	湖南
甲硝唑注射液(可立袋)	注射液	500mg250ml	4.7	四川科伦	湖南
氯化钠注射液(可立袋)	注射液	2.25g250ml	4.15	四川科伦	湖南
氯化钠注射液(可立袋)	注射液	4.5g500ml	5.15	四川科伦	湖南
氯化钠注射液(可立袋)	注射液	450mg50ml	3.88	四川科伦	湖南
氯化钠注射液(可立袋)	注射液	900mg100ml	3.98	四川科伦	湖南
葡萄糖氯化钠注射液(可立袋)	注射液	12.5g:2.25g25	4.35	四川科伦	湖南
葡萄糖氯化钠注射液(可立袋)	注射液	2.5g:450mg50m	3.8	四川科伦	湖南
葡萄糖氯化钠注射液(可立袋)	注射液	25g:4.5g500ml	5.15	四川科伦	湖南
葡萄糖氯化钠注射液(可立袋)	注射液	5g:900mg100ml	3.98	四川科伦	湖南
葡萄糖注射液(可立袋)	注射液	10g100ml	4.1	四川科伦	湖南
葡萄糖注射液(可立袋)	注射液	12.5g250ml	4.35	四川科伦	湖南
葡萄糖注射液(可立袋)	注射液	2.5g50ml	3.95	四川科伦	湖南
葡萄糖注射液(可立袋)	注射液	25g250ml	4.35	四川科伦	湖南
葡萄糖注射液(可立袋)	注射液	25g500ml	5.15	四川科伦	湖南
葡萄糖注射液(可立袋)	注射液	50g500ml	5.15	四川科伦	湖南
葡萄糖注射液(可立袋)	注射液	5g100ml	4.1	四川科伦	湖南
葡萄糖注射液(可立袋)	注射液	5g50ml	3.95	四川科伦	湖南
乳酸钠林格注射液(可立袋)	注射液	500ml	5.8	四川科伦	湖南
替硝唑葡萄糖注射液(可立袋)	注射液	400mg100ml	7.58	四川科伦	湖南
盐酸左氧氟沙星注射液(可立袋)	注射液	100mg100ml	6.57	四川科伦	湖南
盐酸左氧氟沙星注射液(可立袋)	注射液	200mg100ml	9.4	四川科伦	湖南

数据来源: 米内网, 西南证券

目前 15 个子分公司中有 11 个都能生产可立袋，也都已拿到生产资质，能够解决运输半径问题。估计 2014 年可立袋销售额增速不到 10%，2015 年将在此基础上加速增长。

**图 3: 输液包材构成情况**


数据来源: 公开信息, 西南证券

**图 4: 可立袋大输液销售情况**


数据来源: 科伦药业, 西南证券

公司大输液数量的增速大概保持在 5-10%，主要增长的原因是新型输液包装产品的升级换代和产品结构的优化，高毛利的产品替代低毛利的产品。2015 年大输液增长点主要有三个方面：

- 各省的招投标加快放量，因为输液产品多和药品一起招标，2015 年招标密集对新型的输液产品形成利好；
- 15 子分公司中有 11 个可立袋都能够生产，当前相应子分公司都拿到生产资质，能够解决运输半径问题，提高毛利率。14 年只有山东、贵州能生产 pp 软袋，但在 2015 年将有多子分公司能生产 PP 软袋。

公司还布局了多个高端输液技术和产品项目。在输液技术领域，双室袋(包材)已于 2013 年 6 月获批，目前国内企业仅科伦药业、北京锐业、广东大冢三家获批；三层共挤输液用三室袋(包材)已于 2012 年 2 月获批，为国内企业独家。

而在相关的产品领域，预计双室袋和三室袋(肠外药物)在 2015 年可能获批。且在军队医院系统将先于国家生产批件获批，所以军队医院很可能先放量。目前百特的双室袋、三室袋(肠外药物)终端价分别为 200 元/袋和 400 元/袋，公司定价至少低于百特定价的五折以上，价格优势明显。此外，公司的塑料安瓿也已经产业化；由此，大输液板块已全面实现了产业升级，未来将开辟发展新局面，也将进一步巩固公司在输液领域的绝对领先地位。

图 5: 双室袋示意图



数据来源: 公开信息, 西南证券

图 6: 三室袋示意图



数据来源: 华瑞制药, 西南证券

表 5: 三腔袋及脂肪乳单袋包装中标价格对比

通用名	规格	中标价	质量等级	生产企业	省份	日期
脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液	1440ml	305.22	GMP 进口	FreseniusKabiAB(华瑞分装)	四川	2013-3-11
脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(19%)注射液	2053ml	384.35	普通 GMP	华瑞制药有限公司	湖北	2013-1-16
脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液	1440ml	305.22	普通 GMP	华瑞制药有限公司	湖北	2013-1-16
脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液	1920ml	345.22	普通 GMP	华瑞制药有限公司	湖北	2013-1-16
脂肪乳注射液(C14-24)	75g:250ml(30%)	92.17	单独定价	华瑞制药有限公司	四川	2013-3-11
中/长链脂肪乳注射液(C6-24)	50g:500ml(10%)	83.14	GMP 国产	华瑞制药有限公司	四川	2013-3-11

数据来源: 搜搜医药招标网, 西南证券

三腔袋大规模推广最大限制因素还是价格过高。以华瑞三腔袋在四川省的招标价格来看, 1440ml 为 300 元, 如按照三种营养液分开招标, 则脂肪乳约 80 元、氨基酸约 40 元, 而葡萄糖则是低于 10 元, 加总价格远低于三腔袋的中标价格。且目前临床对肠外营养的使用还是习惯采用单瓶或双腔袋输入方式, 对三腔袋的接受度不高需要学术推广强化用药习惯。

我们认为: “营养全合一” 概念是肠外营养药的未来方向, 三腔袋无疑具有里程碑的意义。华瑞能在短时间内做到 10 亿级别的市场规模, 可见需求较为旺盛。我们认为: 该包材价格高。三腔袋目前多用于重症疾病, 如肿瘤、手术等, 而未扩展到像普通门诊, 如能覆盖到住院科室, 增长空间十分巨大。

## 二、抗生素全产业链逐渐形成

公司于2011年3月发公告称拟建设伊犁川宁生物技术有限公司抗生素中间体建设项目，2014年4月公司增加对该项目的投资，该项目实施主体为控股子公司伊犁川宁生物技术有限公司（以下简称“伊犁川宁”）。项目分两阶段建设，全部建设周期计划四年，全部达产后可实现年销售收入24.75亿元，净利润6.3亿。项目总投资将利润率10.71%，投资回收期10.32年(含建设期)。

表 6: 伊犁川宁生物技术有限公司抗生素中间体建设项目

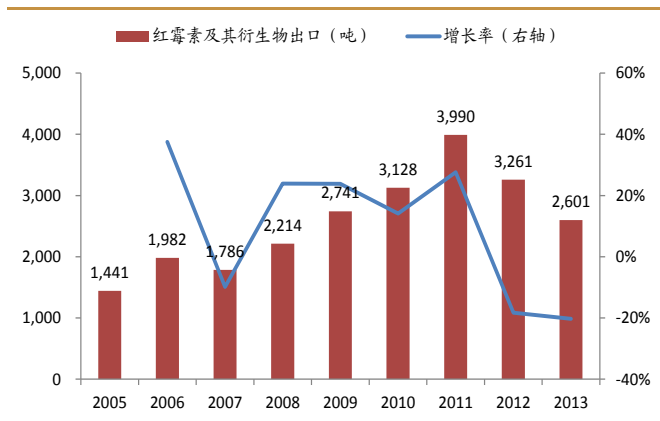
	第一阶段	第二阶段
项目内容	建设 20000m <sup>3</sup> 发酵体积硫氰酸红霉素和与整个项目配套的热电联产动力系统及环保站	建设 21000m <sup>3</sup> 发酵体积头孢中间体及配套的环保站
达产后产能	达产后可年产硫氰酸红霉素 3000 吨	达产后可年产头孢系列中间体 10,000 吨
建设周期	拟于 2011 年 4 月 1 日开工建设, 2012 年 12 月 31 日前完工, 2014 年 4 月获批投产	拟于 2012 年 10 月开工建设, 2014 年 12 月 31 日前完工, 2015 年进入调试试车

数据来源: 公司公告, 西南证券

目前, 第一阶段硫氰酸红霉素工程已经开始逐步贡献业绩。估计 2014 年的销售额约为 5 亿元, 净利润亏损 6000 万元, 随着产能释放, 预计 2015 年有望贡献销售额 7 亿万元, 有望实现扭亏。第二阶段的头孢中间体工程的关键在于上半年能否拿到环保的批复, 预计将在下半年进入投产, 短期内暂不贡献收入, 主要原因是项目前期没有达到满产状态, 产能未能完全释放, 所以单位产品所承担的固定资产折旧成本比较高。两阶段项目合计共折旧 2.8 亿。

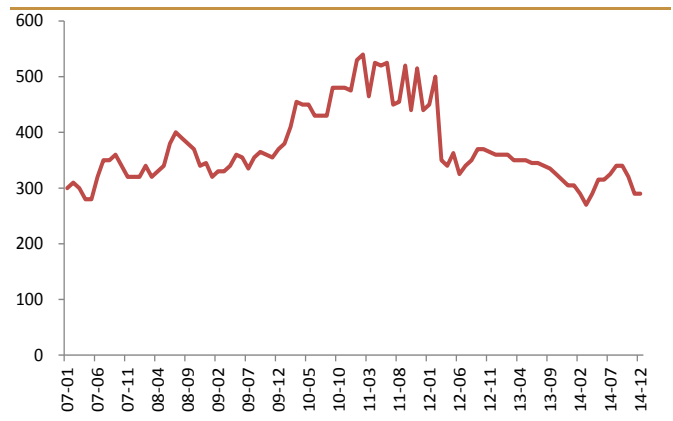
硫氰酸红霉素全球的需求大概 9000 吨, 产能 9000-10000 吨。在中国的使用量占大部分, 出口约 3200 吨 (约占 1/3 左右), 硫氰酸红霉素价格仍然在每公斤 280-300 元。头孢类中间体其价格比较稳定, 原因是在邛崃、新迪以及广西的下游企业都已做好了相应的准备, 能消化部分产能; 其次是在于有部分企业因为环保方面的原因限产或停产。

图 7: 红霉素及其衍生物出口情况



数据来源: wind, 西南证券

图 8: 硫氰酸红霉素价格变化情况



数据来源: wind, 西南证券

新疆基地两期合计投入 60 亿, 其中环保投入占 1/4。如果新环保法的施行力度比较大, 整个竞争格局会发生变化, 一些企业会增加环保的投建, 但对内地固有环保设施的改造会存在一定局限性。

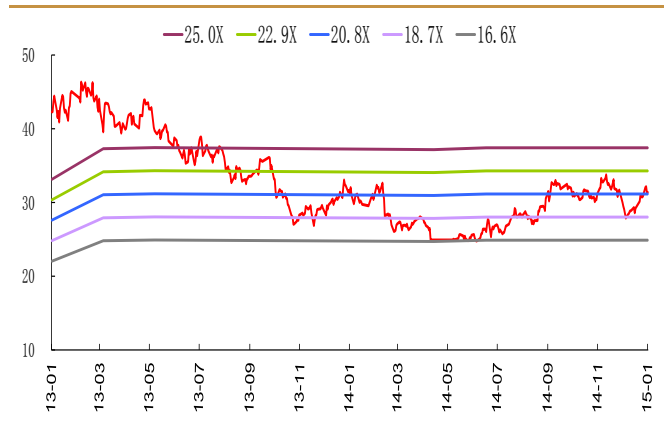
### 三、盈利预测及投资建议

预计 2014-2016 年的每股收益为 1.47 元、1.77 元、2.21 元，对应市盈率为 21 倍、18 倍、14 倍。我们认为：公司目前正处于从“大输液”向“大输液+抗生素+创新药”转型的关键时期，同时估值低且催化剂多。首次给予买入评级。

**股价催化剂：**可立袋的招标放量、双室袋及三室袋的获批、哈萨克斯坦的招标启动、新疆硫红项目的扭亏。

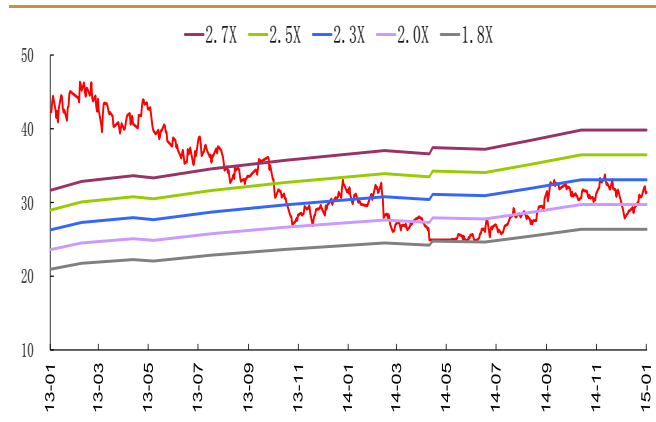
**风险提示：**尽管新疆项目的环保达到国家当前标准，新环保法的出台或将对环保要求可能更严厉；招标进度或低于市场预期。

图 7: 公司 PE-Band



数据来源: wind, 西南证券

图 8: 公司 PB-Band



数据来源: wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6831.28	8053.77	10105.34	12053.15	净利润	1091.50	1071.72	1290.05	1612.20
营业成本	3712.06	4684.79	6205.67	7433.11	折旧与摊销	331.91	507.09	507.09	495.16
营业税金及附加	66.64	78.56	98.58	117.58	财务费用	163.66	172.43	135.98	90.09
销售费用	887.04	1046.99	1212.64	1386.11	资产减值损失	160.11	58.20	58.20	58.20
管理费用	695.19	885.92	1010.53	1205.31	经营营运资本变动	-783.69	-1173.12	-1015.52	-519.48
财务费用	163.66	172.43	135.98	90.09	其他	-0.54	1.41	35.96	59.85
资产减值损失	160.11	58.20	58.20	58.20	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>962.95</b>	<b>637.74</b>	<b>1011.76</b>	<b>1796.02</b>
投资收益	1.95	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2217.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	113.48	113.88	113.88	113.88
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2104.26</b>	<b>113.88</b>	<b>113.88</b>	<b>113.88</b>
<b>营业利润</b>	<b>1148.54</b>	<b>1126.88</b>	<b>1383.73</b>	<b>1762.74</b>	短期借款	647.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	133.97	133.97	133.97	133.97	长期借款	48.30	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1282.51</b>	<b>1260.85</b>	<b>1517.70</b>	<b>1896.71</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	191.01	189.13	227.66	284.51	支付股利	-120.00	-122.15	-147.03	-183.75
净利润	1091.50	1071.72	1290.05	1612.20	其他	371.70	-275.49	-265.30	-244.33
少数股东损益	11.98	11.76	14.16	17.69	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>947.00</b>	<b>-397.64</b>	<b>-412.33</b>	<b>-428.08</b>
归属母公司股东净利润	1079.52	1059.96	1275.89	1594.51	<b>现金流量净额</b>	<b>-194.31</b>	<b>353.98</b>	<b>713.31</b>	<b>1481.82</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1913.22	2267.20	2980.52	4462.34	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3666.45	4250.00	5250.00	5750.00	销售收入增长率	16.07%	17.90%	25.47%	19.28%
存货	1767.96	2500.00	3000.00	3500.00	营业利润增长率	1.21%	-1.89%	22.79%	27.39%
其他流动资产	431.89	431.89	431.89	431.89	净利润增长率	-0.20%	-1.81%	20.37%	24.97%
长期股权投资	30.47	30.47	30.47	30.47	EBITDA 增长率	17.24%	9.54%	12.07%	15.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	8002.62	7495.10	6987.58	6480.07	毛利率	45.66%	41.83%	38.59%	38.33%
无形资产和开发支出	1345.58	1299.74	1253.90	1208.06	三费率	25.56%	26.14%	23.35%	22.25%
其他非流动资产	324.28	312.34	300.41	300.41	净利率	15.98%	13.31%	12.77%	13.38%
<b>资产总计</b>	<b>17482.48</b>	<b>18586.75</b>	<b>20234.77</b>	<b>22163.22</b>	ROE	11.06%	9.91%	10.79%	12.05%
短期借款	1150.00	1150.00	1150.00	1150.00	ROA	8.77%	8.27%	8.81%	9.66%
应付和预收款项	1480.12	1634.82	2139.82	2639.82	ROIC	10.94%	8.67%	9.77%	11.52%
长期借款	4415.75	4415.75	4415.75	4415.75	EBITDA/销售收入	27.31%	25.37%	22.66%	21.87%
其他负债	412.69	412.69	412.69	412.69	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7458.57</b>	<b>7613.26</b>	<b>8118.26</b>	<b>8618.26</b>	总资产周转率	0.39	0.43	0.50	0.54
股本	480.00	480.00	480.00	480.00	固定资产周转率	1.34	1.07	1.45	1.86
资本公积	4644.85	4644.85	4644.85	4644.85	应收账款周转率	2.13	2.30	2.25	2.41
留存收益	4635.07	5572.89	6701.75	8112.52	存货周转率	2.10	1.87	2.07	2.12
归属母公司股东权益	9759.93	10697.74	11826.60	13237.37	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	1.09	—	—	—
少数股东权益	263.99	275.75	289.90	307.59	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>10023.91</b>	<b>10973.49</b>	<b>12116.51</b>	<b>13544.96</b>	资产负债率	42.66%	40.96%	40.12%	38.89%
负债和股东权益合计	17482.48	18586.75	20234.77	22163.22	带息债务/总负债	74.62%	73.11%	68.56%	64.58%
					流动比率	2.65	3.06	3.25	3.46
					速动比率	1.90	2.11	2.29	2.50
					股利支付率	11.12%	11.52%	11.52%	11.52%
业绩和估值指标					<b>每股指标</b>				
	2013A	2014E	2015E	2016E					
EBITDA	1865.51	2043.44	2290.09	2636.20	每股收益	1.50	1.47	1.77	2.21
PE	20.92	21.31	17.70	14.17	每股净资产	13.56	14.86	16.43	18.39
PB	2.31	2.11	1.91	1.71	每股经营现金	1.34	0.89	1.41	2.49
PS	3.31	2.80	2.24	1.87	每股股利	0.17	0.17	0.20	0.26
EV/EBITDA	10.21	9.16	7.87	6.29					
股息率	0.53%	0.54%	0.65%	0.81%					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

---

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn