

日期: 2015年01月23日

行业: 零售业



赵冰
021-53519888-1902
zhaobing@shzq.com
执业证书编号: S0870511030004

医药工业利润贡献比重将加大

■ 投资摘要

医药工业贡献公司主要利润来源

公司是一家集医药工业、商业和科研于一体的大型、综合性医药企业。以2013年为例,公司医药工业核心公司中美华东实现净利润5.09亿元,其75%股权对应净利润占合并报表母公司净利润的比例达到66.4%,是业绩的主要来源。随着2015年中美华东的全面并表将显著增厚公司业绩。

浙江省的医药招投标政策对公司医药商业业务影响喜忧参半

公司的商业收入增长低于行业平均水平,毛利率与行业平均水平持平。医药商业收入增速低于行业平均增速的主要原因是浙江省医保控费和零差率等政策对医药商业产生较大的影响。浙江将继续强化基本药物在各级医疗机构中的使用。此外,增补目录中的很多生产厂家都是公司的合作客户,利好公司的商业业务。然而最新公布的基药招标文件则显示,入选产品均有不同幅度的降价。由于公司采用总价顺加政策的结算方式,公司利润将受到降价的一定影响。我们预计公司医药商业将维持12-14%的增速;毛利率保持平稳。

主导产品百令胶囊、阿卡波糖有望维持快速增长

中美华东拥有百令胶囊、阿卡波糖等多个过亿大品种,是国内口服降糖和免疫抑制剂双料龙头。虽然百令胶囊入选浙江及多省的增补基药目录,面临一定的降价压力,但是基层推广也会给公司产品销售带来政策红利。预计2015年,百令胶囊仍有望实现30%以上的增长。阿卡波糖是一种新型口服降糖药,是第一种以微生物为来源的治疗糖尿病的药物,也是目前我国降糖口服用药中市场占有率排名第一的品种。阿卡波糖进入了2012版国家基本药物目录,从价格来看,由于公司产品比原研药便宜近30%,因此在地方招标中优势明显。我们认为,阿卡波糖有望实现40-50%以上的快速增长。

给予“未来六个月,谨慎增持”评级

公司13年实现EPS1.69元,预计14年实现EPS为2.35元,以1月22收盘价57.86元计算,静态与动态PE分别为43.68倍和34.23倍。医药商业上市公司13、14年市盈率中值为41.77倍和38.76倍。公司目前的动态估值稍低于行业平均估值。目前,公司的利润贡献主要来源于医药工业。随着中美华东2015年全面并表,以及两大主导产品百令胶囊与阿卡波糖销售稳健增长,公司业绩内生性增长确定。随着公司完成公司债的发行,将极大改善公司的负债结构,公司的财务费用率将进一步下降。我们看好公司未来的发展前景,给予公司“谨慎增持”评级。

基本数据 (2014Q3)

报告日股价 (元)	57.86
12mth A 股价格区间 (元)	41.8-62.57
总股本 (百万股)	434.06
无限售 A 股/总股本	64%
流通市值 (亿元)	161.97
每股净资产 (元)	4.72
PBR (X)	12.25
DPS (Y2013, 元)	10 派 7.00

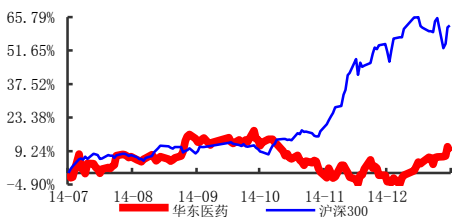
主要股东 (2014Q3)

中国远大集团有限责任公司	35.5%
杭州华东医药集团有限公司	17.72%
中国银行股份有限公司-嘉实研究精选股票型证券投资基金	1.52%

收入结构 (2014H1)

外购药品销售	87.93%
医药器械	3.11%
自制药品销售	8.96%

最近 6 个月股价与沪深 300 比较



报告编号: ZB15-CI01

首次报告日期: 2015年01月23日

相关报告:

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	16717.99	18918.70	21801.39	25470.84
年增长率	14.67%	13.16%	15.24%	16.83%
归属于母公司的净利润	574.98	733.64	1020.47	1445.41
年增长率	22.35%	27.60%	39.10%	41.64%
每股收益 (元)	1.32	1.69	2.35	3.33
PER (X)	43.68	34.23	24.61	17.38

注: 有关指标按当年股本摊薄

一、医药工业贡献公司主要利润来源

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销售额在 2013 年突破 10 亿元。

1.1 主营收入、利润增速保持平稳

近几年，公司经营保持平稳。从收入增速上看，2010-2013 年分别为 30.97%、14.67%和 11.74%；同期公司的利润增速分别为 27.67%、20.48%和 16.96%。2013 年，在工业生产上，公司卓有成效地开展了产品结构调整工作。为了满足百令胶囊市场需求，公司通过扩大发酵冬虫夏草菌粉产能并按期完成生产场地认证，确保了百令胶囊的市场供应需求。同时，通过营销系统继续推进市场细分改革，做好各地药品招标工作，确保了公司产品的稳定销售；公司大力拓展百令胶囊市场的推广，实现了单品种销售 10 亿元的历史性重大突破。

根据公司 2014 年中报，公司的医药商业全面完成了商业组织架构的改革工作，正在进一步完善新架构的整合。公司核心控股子公司中美华东报告期内实现营业收入 18.89 亿元，同比增长 32.72%，实现净利润 3.83 亿元，同比增长 28.58%。2014 年三季度报，公司实现收入增长 11.74%，净利润增长 16.96%，实现 EPS1.26 元。随着中美华东四季度并表，我们预计，公司 2014 年收入增速约为 13.16%，净利润增速有望达到 27.60%。

1.2 毛利率稳定，公司费用率控制良好

公司的主营业务收入主要来源于医药商业和医药工业两大块。从毛利率来看，公司的商业和工业业务毛利率保持稳定。从期间费用率看，随着销售的增长，公司的费用率保持稳定。同期，公司的营业费用率虽然有所上升，但随着管理费用、财务费用率的下降，公司的期间费用率保持平稳。各主要费用率的增长低于业务收入增

速，显示了公司在费用控制方面的成效。

从资产负债率看，近三年一期的负债率为 69.29%、64.18%、60.71%和 74.26%，资产负债率较高。为解决公司负债率较高的问题，公司公告拟于近期向社会公开发行面值不超过 10 亿元的公司债券。随着公司偿还利息的费用减少，公司的财务费用率有望进一步降低。

图 1 公司近年来的收入、利润变化

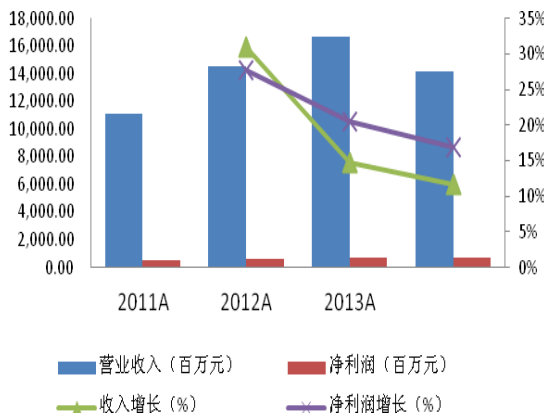
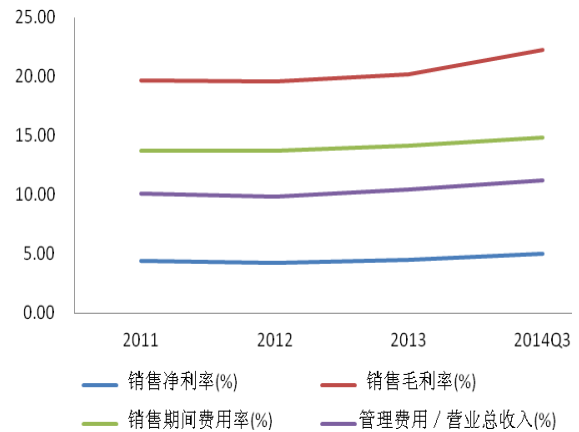


图 2 公司近年来盈利能力变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

图 3 公司近年来的收入构成变化 (%)

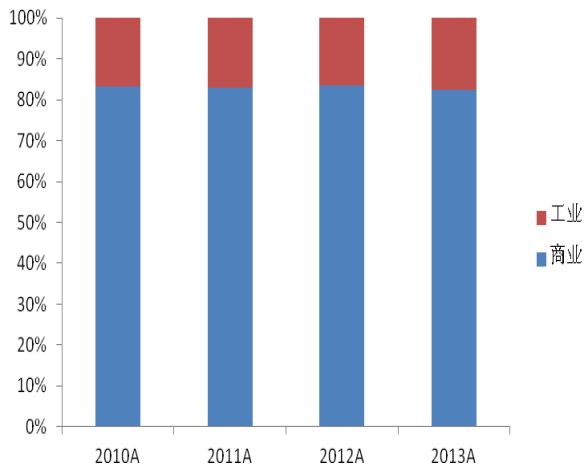
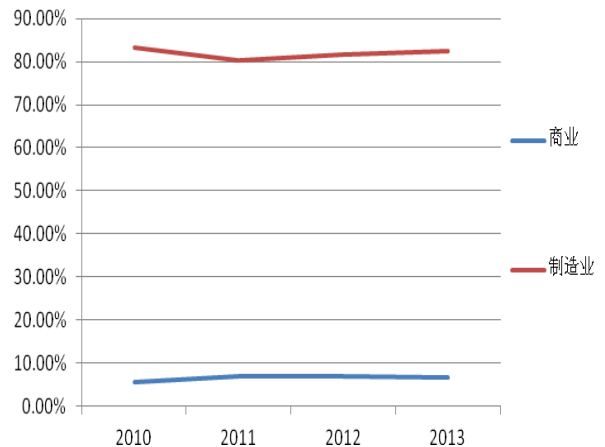


图 4 公司近年来的毛利率变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

二、医药商业平稳发展

2.1 医药商业业务谋求转型

根据 2013 年年报显示，公司的医药商业业务收入达到 137.42 亿元，同比增长 11.82%；毛利率为 6.70%。根据 2014 年中报显示，公司的医药商业业务收入 71.42 亿元，同比增长 8.36%；毛利率为 6.67%，同比基本持平。公司是浙江省最大的医药商业公司，根据之前的数据显示，公司业务量占浙江省的比重为 20% 左右。

2013 年公司年报显示，公司正积极探索医药商业企业新的增长方式，公司计划向“第三方业务模式”拓展，积极参与医院药事管理服务和专业化、特色化布局方向，改变以往单纯的医药配送服务工作，致力于成为能提供“医药解决方案”的新型商业企业。第三方物流业务模式，即指药品生产或经营企业为降低运营成本，把原属于自己处理的物流活动，以合同方式委托给具有第三方物流资质的医药商业企业，同时通过信息系统与物流企业保持密切联系，以达到对物流全程管理、控制的一种物流运作管理方式。特点表现为专业化、规模化经营；物流成本低。未来将成为中国大、中型医药商业企业发展的模式之一。

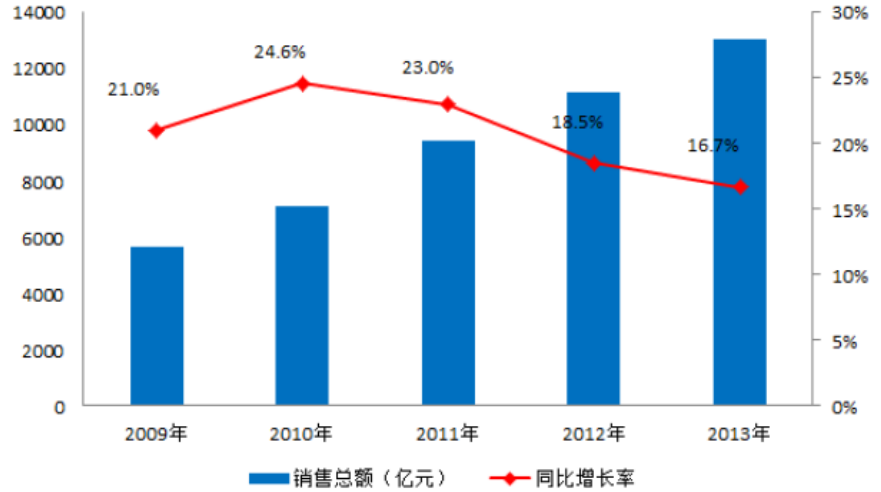
公司还设计并推动了“社区药房共建、医院供应链冷链管理、二维条码建设、医院管理优化”等信息技术管理模块项目，打造健康产业，将逐步形成“名医馆”、“市民健康馆”、“中药香文化产业”等为核心的华东健康产业体系。积极拓展新产品和业务，正式成立专注于进口一线品牌产品的平台—高值耗材部，并开始国外靶向性功能食品的合作洽谈及进口代理等项目。

2.2 药品流通行业销售规模与经济效益稳步增长

根据医药商业协会 2013 年数据显示，在《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015 年）》的指导下，行业结构调整效果逐步显现，发展方式不断优化，行业集中度和流通效率均有所提升，企业基于现代医药物流和互联网技术的创新业务取得新突破，药品流通行业销售规模与经济效益稳步增长，总体呈现持续向好的发展态势。根据 2013 年医药商业协会数据显示，全国药品流通直报企业主营业务收入为 9873 亿元，同比增长 17%，增幅回落 3 个百分点；实现利润总额 202 亿元，同比增长 16%，增幅回落 0.5 个百分点；平均毛利率 6.7%，同比下降 0.2 个百分点；平均费用率 5.1%，同比

下降 0.1 个百分点；平均利润率 1.7%，同比下降 0.2 个百分点。

图 5 2009-2013 年药品流通行业销售趋势



数据来源：医药商业协会，上海证券研究所

从公司的数据看，公司的收入增长低于行业平均水平，毛利率与行业平均水平持平。由于公司拥有医药工业业务，因此其平均费用率与净利率无法与行业对比。从产品销售结构看，公司主要销售的产品以西药为主，占比达到 80% 以上，高于行业平均水平，主要与当地的用药习惯有关。根据医药商业协会数据显示，按销售品类分类，药品类销售占医药商品销售总额比率为 73.8%；其次为中成药类，占 15.2%。我们认为，公司的医药商业业务收入增速低于行业平均增速的主要原因是浙江省医保控费和零差率等政策对医药商业依然产生较大的影响。

借鉴发达国家的经验以及医改的推进，医药商业企业的行业整合成为趋势。主要原因是由于该业务模式同质性极高，业务简单、进入门槛低，决定行业的壁垒最终将是规模。行业的数据显示，医药商业行业的利润正在向大企业集中。南方医药经济研究所统计数据 displays，医药商业销售额前 10 名的企业占全国医药商业销售额的比例虽然只有 24%，但其利润总额占比为 65% 左右，利润率达到了 1.23%，而剩余的占有 76% 销售份额的中小企业的利润率仅为 0.22%。我们认为，地区性龙头企业将有望保持较快的收入增速及稳定的利润率提升。

2.3 浙江省的医药招投标政策对公司影响喜忧参半

对于基本药物的使用，有迹象表明政府将继续强化其在各级医疗机构中的使用。近日，浙江卫计委公布了基药在三级医疗机构中使用情况，在123家三级医院中，平均基药使用金额比例为18.5%，有50家医院使用比例超过20%。其中使用金额比例过半的有两家（宁波市华慈医院、嘉兴市中医医院），使用比例在30%-50%之间的17家，使用比例在20%-30%之间的31家。我们认为，强化基本药物使用给商业企业带来契机。

2月20日，浙江省卫计委公布《浙江省调整基本药物省增补品种目录工作方案（摘要）》，首次对外明确该省基药增补的大原则，即：一是对国家520版目录进行剂型规格的补充，二是调整本省2009年版增补目录，三是新增入选的要求。在对原基药增补上，发生严重不良反应的、上一轮招标无人投标的，以及实际采购交易量小、临床需求量少、国家基本药物目录中有替代品种的，均要剔除。浙江省的增补目录受业界最为关注的是独家品种、抗生素和中药注射剂等“敏感”品种的增补思路。从公布的情况看，此次基药增补入选了7个中药注射剂；公司的百令胶囊、云南白药的宫血宁胶囊、华润三九的壮骨关节胶囊、康恩贝的可达灵片等独家品种也均为此次新增品种。公司预计，新增补的药品有望带来10亿元的用药金额的增量。由于其中很多生产厂家都是公司的合作客户，因此对于公司的商业业务利好明显。

然而，伴随增补目录同时公布的基药招标文件征求意见稿显示，在该省销售量最大的前200个品种，均有2%-5%不等的降幅，其中，对于质量层次较高者与新增基药（包括基药增补品种）提前设有10%的降价门槛，而对低价药、其余基药品种则不设降价幅度，可以看出浙江对低价药品的保护以及对高价药价格的严格态度。尤其是对于中药注射剂，在前述基础上再多降5%。由于公司采用顺加的收费政策，因此药品降价对公司的利润将受到一定的影响。

我们认为，由于浙江省的医药招投标政策对公司医药商业业务的影响喜忧参半，因此，我们预计公司医药商业业务将维持12-14%的增速；毛利率保持平稳。

三、医药工业增速有望加快

3.1 收购中美华东，增厚公司业绩

公司核心控股子公司杭州中美华东制药有限公司为浙江省规模最大的处方药产品生产企业，为国家高新技术企业、国家级创新型企业。公司医药工业产品专注专科、特殊用药，是品种最全、产销量最大的器官移植和糖尿病药物国产企业，已形成稳定的产品梯队，销售规模上亿以上的大产品有7个，在市场上和原研跨国公司直接进行竞争，在免疫移植、糖尿病、消化道和肾病治疗领域市场份额均保持国内厂家领先。2013 年中美华东实现净利润 5.09 亿元，其 75% 股权对应净利润占合并报表归属母公司净利润的比例达到 66.4%，是华东医药业绩的主要来源。

公司在中美华东 1992 年成立时控股 75%，随着公司完成中美华东少数股东富春实业投资有限公司所持 25% 股权的收购，2014 年 9 月开始，中美华东实现与母公司的完全并表。我们认为，即使按照 2013 年业绩推算，25% 股权对应的利润为 1.27 亿。即使考虑财务费用的增加，其对当年的业绩增厚约为 20% 左右。公司认为，上述股权收购完成后将实现对中美华东的全资控股，有利于进一步增强对子公司的管理和控制力，提高决策和执行效率，也有助于进一步提升公司及中美华东的综合竞争力和盈利能力及今后公司对中美华东生产经营各方面的支持。

3.2 主导产品百令胶囊、阿卡波糖有望维持快速增长

中美华东拥有百令胶囊、阿卡波糖等多个过亿大品种，是国内口服降糖和免疫抑制剂双料龙头。公司未来三年的发展战略是，继续坚持“专注专科、特殊用药”与“要么第一，要么唯一”的方针，围绕打造国内制剂大厂这个中心，巩固现有免疫抑制剂、糖尿病、肾病与消化道四大优势产品领域，努力拓展抗肿瘤、抗重症感染与心血管三大新领域；重点建设好国内品种最多，竞争力最强的免疫抑制剂与糖尿病用药两大生产销售基地。

3.2.1 百令胶囊增速有望维持 30% 以上

百令胶囊主要成分为发酵冬虫夏草菌粉（C₅-C-Q80）。其功能主治补肺肾，益精气；用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰

背酸痛；慢性支气管炎的辅助治疗。所谓虫草菌丝的干粉，是从青海新鲜冬虫夏草中分离得到的菌丝体，经发酵培养所得菌丝体的干燥粉末。研究显示，它能增强生长发育，促进智力和体力的发展，必需氨基酸齐全，促进代谢、改善心肌营养，增强肌体的免疫能力，对顽固性的神经衰弱、食欲不振、营养不良等症状均有良好效果。另外还有明显的抗心律失常功效。因此，一般普通人群都可以服用百令胶囊，而且这个药副作用很小，可以长期使用。

2013年，百令胶囊实现了10亿元的突破，预计2014年销售额有望实现13亿元。随着百令胶囊销售的增长，公司的产能压力逐渐加大。近年来，为了满足百令胶囊的市场需求，公司主要通过调整产品结构，扩大发酵冬虫夏草菌粉产能并按期完成生产场地认证，确保了百令胶囊的市场供应需求。2015年将主要依靠挖掘现有产能保证供应。虽然百令胶囊入选浙江及多省的增补基药目录，面临一定的降价压力，但是随着基层推广也会给公司产品销售带来政策红利。公司预计2015年，百令胶囊仍有望实现30%以上的增长。

3.2.2 政策红利促阿卡波糖放量在即

阿卡波糖是公司另一重要的拳头产品。阿卡波糖是一种新型口服降糖药。在肠道内竞争性抑制葡萄糖甙水解酶。降低多糖及蔗糖分解成葡萄糖，使糖的吸收相应减缓，因此可具有使饭后血糖降低的作用。一般单用，或与其它口服降血糖药，或胰岛素合用。配合餐饮，治疗胰岛素依赖型或非依赖型糖尿病。阿卡波糖是第一种以微生物为来源的治疗糖尿病的药物，也是目前我国降糖口服药中市场占有率排名第一的品种，国内企业中只有公司的“卡博平”能够与原研药企拜耳的拜唐苹分庭抗礼。阿卡波糖进入了2012版国家基本药物目录，从价格来看，由于公司产品比原研药便宜近30%，因此在地方招标中优势明显。

2015年1月9日，公司公告，在2014年度国家科学技术奖励大会上，公司的“阿卡波糖原料和制剂生产关键技术及产业化”获得2014年度国家科技进步二等奖。该项目已获得授权国家发明专利10件，构筑了完整的自主知识产权体系，成功实现了阿卡波糖的国产化和国际化，打破了国际制药巨头长期技术和市场垄断。随着基层用药的放量，我们认为，阿卡波糖有望实现40-50%以上的快速增长。

除阿卡波糖外，公司在糖尿病领域还拥有吡格列酮二甲双胍片和伏格列波糖原料药及制剂产品技术。吡格列酮二甲双胍片是一种

新型用于治疗 2 型糖尿病的复方口服制剂。伏格列波糖是新一代 α -葡萄糖苷酶抑制剂,能延缓糖类的消化和吸收,以改善餐后高血糖。2013 年公司糖尿病领域的销售收入约为 8 亿,在龙头产品阿卡波糖的拉动下,预计糖尿病领域的产品销售有望实现 30% 以上的增速。

3.3 二线产品稳步发展、在研产品丰富

公司在免疫抑制剂领域拥有环孢素 A(新赛斯平,尚未进入国家基本药物目录),吗替麦考酚酯(赛可平),他克莫司,西罗莫司(赛莫司),覆盖 3 个器官移植领域临床的一线用药。公司是国内免疫抑制剂领域的国内品牌龙头企业。免疫抑制剂临床除用于器官移植抗排斥反应外,也可用于自身免疫性疾病、肾病综合征等其他疾病。为了实现对排斥反应的全面抑制,一般需要将现有的免疫抑制药物组合起来使用。目前最常用的组合包括糖皮质激素,钙调素抑制剂,DNA 合成抑制剂等三类药。公司目前拥有器官移植免疫抑制剂领域最齐全的产品线,公司拥有的器官移植产品有能力同诺华、罗氏等跨国公司原研厂家展开直接竞争。然而,受到暂停死囚器官移植影响,预计免疫抑制剂产品增速将下降至 10% 左右。

在消化领域,公司拥有主治消化性溃疡的产品泮托拉唑。消化性溃疡作为一种职业病将会在我国呈现发病率上升的可能。目前常用的药物有质子泵抑制剂, H_2 受体拮抗剂等,其中临床上应用的质子泵抑制剂有奥美拉唑,泮托拉唑等。泮托拉唑的不良反较大多较轻微,因此自国内市场上市以来,一直保持着高速增长的态势。公司泮托拉唑产品做到了单品种 2 亿元以上的销售规模,在全国排名前三。

公司还拥有丰富的在研产品。根据公告显示,公司重点研发项目进展基本顺利,其中,免疫抑制剂领域有 1 个项目处于临床研究阶段,1 个项目完成中试研究;糖尿病药物领域 1 个项目处于 CFDA 评审阶段,1 个项目完成中试研究;胃肠道领域 2 个项目完成中试研究;抗肿瘤药物领域有 2 个项目完成临床研究总结,等待 CFDA 评审;超级抗生素领域 2 个项目处于 CFDA 评审阶段;心血管药物领域 1 个项目处于 CFDA 评审阶段。2015 年可能上市的产品包括,超级抗生素达托霉素、抗凝药磺达肝癸钠等。

四、盈利预测

4.1 预测假设

- 1、百令胶囊、阿卡波糖维持较快增长；
- 2、医药商业毛利率、利润率保持稳定；
- 3、工业产品成本保持稳定。

4.2 盈利预测

我们预计，2014-2016年，公司的净利润将实现年递增27.60%、39.10%和41.64%，相应的每股收益为1.69元、2.35元和3.33元。

五、给予“未来六个月，谨慎增持”评级

公司13年实现EPS1.69元，预计14年实现EPS为2.35元，以1月22收盘价57.86元计算，静态与动态PE分别为43.68倍和34.23倍。医药商业上市公司13、14年市盈率中值为41.77倍和38.76倍。公司目前的动态估值稍低于行业平均估值。目前，公司的利润贡献主要来源于医药工业业务。随着中美华东2015年全面并表，以及两大主导产品百令胶囊与阿卡波糖销售稳健增长，公司业绩内生性增长确定。随着公司完成公司债的发行，将极大改善公司的负债结构，公司的财务费用率将进一步下降。我们看好公司未来的发展前景，给予公司“谨慎增持”评级。

六、风险提示

6.1 未来药品价格的变化

近年来，为治理药价虚高、降低群众医疗成本，政府加强了对药价的管理工作，2006年以来国家发改委多次调低相关药品的最高零售价，对药品生产企业的收入和利润有不同程度的影响。

6.2 医药行业招投标政策影响

2014年医药行业将迎招标大年，各地的基药招标启动、基药使用比例提升等政策因素，将对销售产生一定的影响。考虑到医保支

付压力的存在，原研药降价政策的出台，医改政策执行力度的进一步加大，带来一定的政策不确定性。

七、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	14,579.23	16,717.99	18,918.70	21,801.39	25,470.84
二、营业总成本	13,804.47	15,800.42	17,728.32	20,135.19	23,119.28
营业成本	11,729.85	13,341.38	14,944.54	16,906.50	19,305.83
营业税金及附加	61.78	67.27	78.31	90.12	104.40
销售费用	1,437.70	1,739.75	1,912.50	2,207.52	2,601.51
管理费用	423.87	504.45	605.40	719.45	866.01
财务费用	136.31	121.42	164.29	183.83	206.98
资产减值损失	14.96	26.17	23.28	27.77	34.55
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.91	7.28	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	782.67	924.84	1,190.38	1,666.20	2,351.55
加: 营业外收入	37.54	48.16	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	32.69	30.71	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	787.52	942.29	1,190.38	1,666.20	2,351.55
减: 所得税	166.96	194.63	238.08	333.24	470.31
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	620.56	747.66	952.30	1,332.96	1,881.24
减: 少数股东损益	150.63	172.68	218.66	312.50	435.83
归属于母公司所有者的净利润	469.93	574.98	733.64	1,020.47	1,445.41
七、摊薄每股收益(元)	1.08	1.32	1.69	2.35	3.33

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务收入测算	2013A	2014E	2015E	2016E
商业	13742.46	15391.56	17392.46	19827.40
制造业	2939.29	3527.15	4408.93	5643.43
合计	16717.99	18918.70	21801.39	25470.84
分业务成本测算	2013A	2014E	2015E	2016E
商业	12821.73	14344.93	16201.07	18459.31
制造业	514.00	599.61	705.43	846.52
合计	13341.38	14944.54	16906.50	19305.83
分业务增速	2013A	2014E	2015E	2016E
商业	11.82%	12.00%	13.00%	14.00%
制造业	17.82%	20.00%	25.00%	28.00%

分业务毛利率	2013A	2014E	2015E	2016E
商业	6.70%	6.80%	6.85%	6.90%
制造业	82.51%	83.00%	84.00%	85.00%

数据来源: Wind 上海证券研究所

附表 3 公司历年财务指标

指标名称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 Q3
销售毛利率(%)	19.63	19.54	20.20	22.24
EBIT/主营业务收入(%)	6.48	6.30	6.36	7.52
销售净利率(%)	4.37	4.26	4.47	4.99
净资产收益率(全面摊薄)(%)	28.39	26.64	25.15	23.73
流动比率	1.19	1.26	1.33	1.10
速动比率	0.91	0.89	0.95	0.85
资产负债率(%)	69.29	64.18	60.71	74.26
存货周转率	8.54	8.90	8.22	6.54
应收账款周转率	6.36	6.83	6.77	4.20
总资产周转率	2.20	2.35	2.35	1.67
净利润同比增长率(%)	20.23	23.18	22.35	17.08
每股收益(全面摊薄)	0.88	1.08	1.32	1.26
每股经营性现金流量	0.04	1.48	1.10	0.83
每股未分配利润	2.25	3.25	4.48	3.44
每股资本公积金	0.02	0.02	0.02	0.02

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。