

2015年01月27日

证券研究报告·公司研究·医药生物

华东医药(000963)调研报告

买入(首次)

当前价: 54.92元

目标价: 76.20元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

核心产品维持高增长, 储备产品丰富

- **事件:** 我们近期对公司进行了调研, 就其当前业务状况以及未来发展战略进行沟通交流。
- **核心产品阿卡波糖、百令胶囊维持高增长。** 1) 阿卡波糖作为国内治疗II型糖尿病的一线用药, 进入2012年新版基药目录后, 在基层市场的销售持续攀升。考虑到进口替代作用, 我们预计未来3年复合增长率将维持在30%以上。公司还申报了阿卡波糖新剂型口崩片和咀嚼片, 咀嚼片预计2015年获批, 将丰富公司糖尿病用药产品线剂型; 2) 百令胶囊2014年收入将超13亿元, 增速超30%。产品供不应求, 当前主要矛盾是产能不足, 当前主要通过扩改和工艺优化来挖潜。随着适应症拓宽和下沙新基地建成, 未来将突破30%的增长天花板。
- **储备产品丰富, 多个品种处于申请生产阶段。** 1) 肿瘤产品线上: 公司加大对癌症肿瘤用药领域的研发, 目前已立项和在研品种超过十个, 重点品种包括甲磺酸伊马替尼片, 预计2015年有望获批。该药物全球市场销量约为46亿美元, 市场潜力巨大。1类新药迈华替尼目前处于临床1期, 主要用于晚期肺癌, 同样具有广阔市场前景; 2) 抗生素产品线上: 超级抗生素达托霉素是继万古霉素之后第二代糖肽类抗生素药, 全球销售额约为8亿美元, 预计2015年上半年获批; 3) 心血管产品线上: 磺达肝癸钠也已经报CFDA注册生产, 理论上可替代所有肝素类产品, 预计2015年获批。
- **积极开拓医药商业的新领域。** 作为浙江省商业龙头, 我们认为控费和零差率对公司商业的影响已经基本体现。公司代理韩国LG玻尿酸、旗下连锁药店与阿里健康展开积极合作, 未来传统业务平稳增长中不乏新亮点。
- **优惠税率将继续得到执行。** 中美华东高新技术企业资格重新认定已经获得主管部门批准, 申请认定时间段为2014年-2016年, 期间执行15%的优惠税率。
- **盈利预测及投资建议。** 预计2014-2016年的每股收益为1.73元、2.54元、3.36元, 对应市盈率为33倍、23、17倍。我们认为公司核心产品如阿卡波糖、百令胶囊仍将维持高增长, 且产品梯队丰富, 与阿里健康合作拓展医药商业也是其看点。考虑到业绩高增长与医药商业触网概念, 建议给与2015年估值30倍, 对应目标价为76.2元/股, 首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 药品招标降价风险、产品市场推广低预期风险。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	16717.99	18920.79	21789.39	25084.39
增长率	14.67%	13.18%	15.16%	15.12%
归属母公司净利润(百万元)	574.98	750.73	1102.02	1457.55
增长率	22.35%	30.57%	46.79%	32.26%
每股收益EPS(元)	1.32	1.73	2.54	3.36
净资产收益率ROE	22.34%	22.58%	24.90%	24.77%
PE	43	33	23	17
PB	9.69	7.50	5.63	4.24

数据来源: 公司公告, 西南证券

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

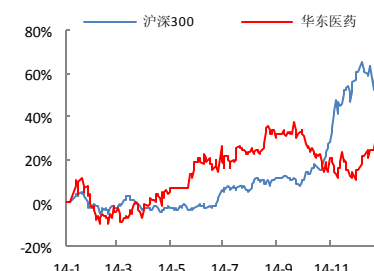
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

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)	4.34
流通A股(亿股)	4.34
52周内股价区间(元)	40.56-62.91
总市值(亿元)	238.39
总资产(亿元)	93.06
每股净资产(元)	4.72

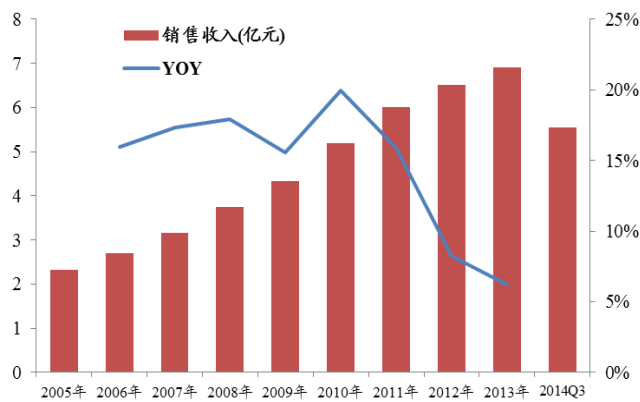
相关研究

一、核心产品维持高增长

（一）阿卡波糖：II型糖尿病一线用药

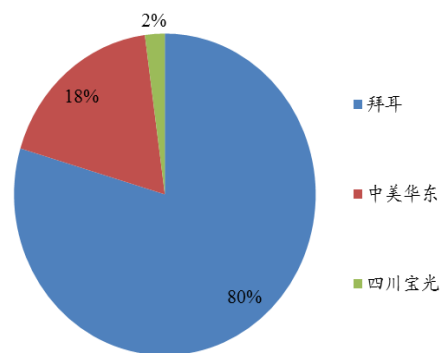
阿卡波糖属于 α -葡萄糖苷酶抑制剂，目前为国内治疗II型糖尿病的一线用药。在国内重点医院中，销售额近年来呈现稳步增长势头。2013年重点医院销售收入6.9亿元，收入规模逐年上升，成为糖尿病治疗药物中的主力品种。目前国内仅三家企业获批生产阿卡波糖，包括原研企业拜耳公司、中美华东、四川宝光。拜耳2013年重点医院市场份额为80%，保持第一，中美华东市场份额为18%，四川宝光市场份额仅2%。

图 1：国内样本医院阿卡波糖历年收入及增速



数据来源：PDB, 西南证券

图 2：阿卡波糖样本医院市场份额情况（2013年）



数据来源：PDB, 西南证券

阿卡波糖进入2012年新版基本药物目录。按照现行的基本药物招标规则，在各省的基药招投标规则中，剂型不同的片剂、胶囊剂分开投标，不存在价格竞争；部分地方的基药招标不区分质量层次且独家中标，中美华东产品相对原研产品具有价格优势。

在安徽省2014年基本用药集中招标采购中，拜耳产的阿卡波糖未能中标，中美华东正在逐步占领原研药厂的市场份额。虽然在三甲医院渠道线上，公司占比较拜耳小，但是在基层市场上，公司市场优势明显。初步推算公司阿卡波糖在基层销售收入占比约30%，在三甲医院增量比较稳定的情况下，未来阿卡波糖主要依靠基层市场的拉动。如北京地区基层用量占北京大区的1/3，浙江基层市场进去之后，产品用量也能得到较大提升。公司2014年就已经开始积极着手准备招标，随着各省新一轮基药招标逐渐展开，公司在基层市场的放量是比较确定的。按照过去经验，该产品在新省份中标后，单个省份的收入增速在50%左右。

表 1：阿卡波糖各省市中标价比较（单位：元/50mg*30，标星号为元/50mg*45）

	北京	上海	浙江	江苏	安徽	湖北	河北	四川
时间	2013/9	2011/8	2011/11	2011/12	2014/12	2015/1	2011/1	2013/7
中美华东	47.22	43.85	42.53	43.40	44.50	68.05*	53.51	45.21
德国拜耳	61.92	65.72		62.85		63.77	64.52	62.87
四川绿叶宝光	41.90	42.96	42.11	42	42.99	44.56	45.60	45.21

数据来源：药招网, 西南证券

(二) 百令胶囊：产能瓶颈缓解后收入有望翻番

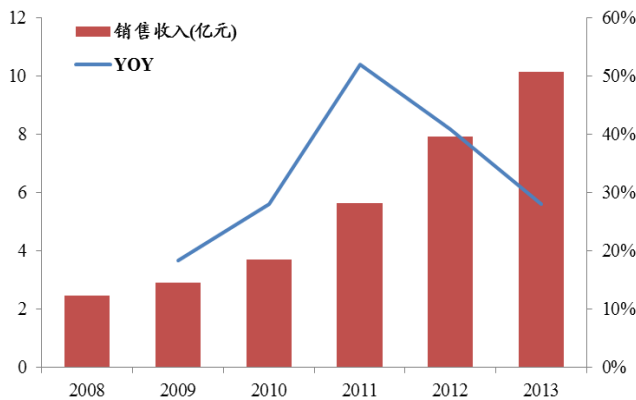
百令胶囊的主要成份为发酵冬虫夏草菌粉，是由虫草菌丝体的干粉为主要成份制成的。虫草菌丝的干粉，是从青海新鲜冬虫夏草中分离得到的菌丝体，经发酵培养所得菌丝体的干燥粉末。主要功能为增强生长发育，促进智力和体力发展，补充氨基酸，促进代谢、改善心肌营养，增强肌体免疫力，对顽固性的神经衰弱、食欲不振、营养不良等症状有良好效果。另外还有明显的抗心律失常功效。

公司百令产品 2013 年销售收入首次突破 10 亿元大关，2014 年收入预计将超过 13 亿元，增速超过 30%。公司目前百令产品产能基本利用充分，后面主要通过扩产改造和工艺优化来挖潜拓展产能，做一些小规模优化，14 年的产能已经做的不错，15 年产能面临一定天花板，预计最多 30% 的增速。

百令胶囊作为处方药和 OTC 双跨产品，价格由各地方物价主管部门制定，暂不存在国家发改委降价风险。百令胶囊已进入天津、山西和重庆等多个地方基药增补目录，2009 年以来，中标价一直较为稳定，0.2g 规格的中标均价大约在 0.55 元/粒左右，0.5g 规格是在 2009 年底推出的，中标均价也一直在 1.57 元/粒-1.65 元/粒之间。公司价格维护的能力较强。

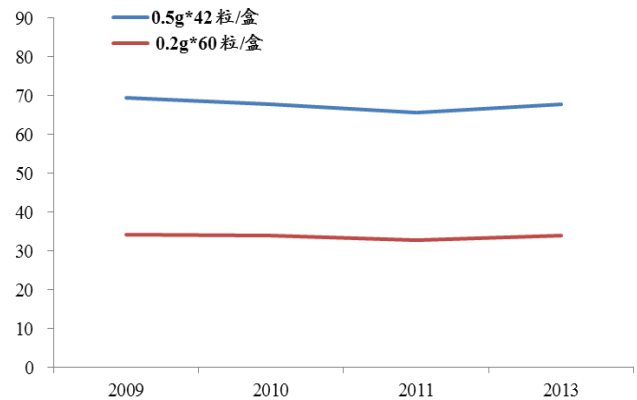
在浙江省医保控费趋严背景下，药品招标实施方案明确对包括中药注射剂在内的 2013 年配送金额前 200 名以内的重点监控药品实施或超过 15% 的降价。在此严峻形势下，我们判断公司产品能够保持相对较小的降幅，预计在 5% 上下，表现优于行业平均水平。

图 3: 2008-2013 年百令胶囊销售情况



数据来源：公司信息，西南证券

图 4: 百令胶囊中标价情况 (元/盒)



数据来源：药招网，西南证券

公司在杭州下沙开发区投资新建的发酵虫草原料药基地预计 2016 年正式投产，建成后产能问题将得到解决，届时收入有望在 2013 年基础上实现翻番。在新产能投产之前，预计百令胶囊近两年维持增长的动力将主要来自适应症拓宽。以大股东所在的北京地区为例，自从北京地方医保目录拓宽了百令产品在呼吸科（慢阻肺、支气管哮喘、支气管炎）和肿瘤科（肺癌、肾癌）的应用后，百令胶囊在北京地区的销售增长一度高达 100%。公司目前也在大力拓展百令胶囊在其他省份和地区医院呼吸科和肿瘤科的应用。

公司未来在产能释放后还有 OTC 市场待拓展。作为双跨品种，公司在产能受限、产品供不应求的情况下，短期内还未在 OTC 渠道进行有效拓展。未来随着产能瓶颈的消除以及消费者品牌认知度的提高，OTC 市场有望成为百令胶囊收入提高新的增长引擎。

表 2: 百令胶囊适应症

类别	适应症	具体描述
免疫排斥	慢性移植肾病	减少患者尿蛋白的排出，改善移植肾功能的恶化
	肾移植慢性排斥	保护肝细胞免受药物、肝炎病毒的损害，提高移植长期存活率
泌尿系统	糖尿病肾病	可通过提高抗氧化应激能力、减少尿蛋白，对肾脏起保护作用
	慢性肾炎	贝那普利联合百令胶囊治疗慢性肾炎疗效显著
	原发性肾病综合症	氟伐他汀联合百令胶囊更有效降低血脂，保护肾功能
呼吸系统	COPD 急性加重期	老年 COPD 患者在急性加重期细胞免疫功能下降，辅助应用百令胶囊，可改善肺功能和细胞免疫功能
	哮喘	沙美特罗/丙酸氟替卡松联合百令胶囊治疗组有效率为 92.16%，优于对照组 76.60%
抗肿瘤	多发性骨髓瘤	加用百令胶囊治疗组总有效率 73.3%，明显高于对照组 53.3%（P<0.01）
	胃肠道恶性肿瘤	加用百令胶囊治疗组在改善胃肠道恶性肿瘤患者气阴两虚症候、提高和调节免疫功能等方面明显地优于对照组，与对照组比较，P<0.01-0.05。
抗病毒	乙型肝炎	加用百令胶囊治疗组的 HBeAg 阴转率高于对照组，提示该药具有一定的抗病毒作用
	肺结核	百令胶囊配合短程化疗治疗肺结核 58 例，并与单纯化疗对照，结果优于单纯西药组
心血管系统	心率失常	总有效率 82.5%，该药疗效明显又无任何毒副作用，适用于老年人顽固性心律失常的治疗

数据来源：公开资料、西南证券

二、储备产品丰富

公司已经形成了降糖药系列、免疫抑制剂系列、消化道系列和百令产品系列四条主要产品线。除了积极推进现有产品的发展外，公司正大力拓展抗肿瘤系列、心血管系列和超级抗生素系列这三大新的领域，且在这新的三大领域均有多个产品在报批。

表 3: 公司制剂产品线

类别	药品名称	剂型	用途	类型	获批时间	医保	批文数
降糖药	阿卡波糖	片剂	2型糖尿病	化药 4	2002	国乙类	3
	吡格列酮	片剂	2型糖尿病	化药 1	2002	国乙类	多
	伏格列波糖	片剂	2型糖尿病	化药 6	2010	国乙类	多
	二甲双胍吡格列酮	片剂	2型糖尿病	化药 3	2010	国乙类	2
	瑞格列奈	片剂	2型糖尿病	化药 6	申请生产	国乙类	5
	阿卡波糖	咀嚼片	2型糖尿病	化药 5	申请生产	国乙类	
免疫抑制剂	环孢素	软胶囊	器官移植排斥反应防治		1993	国甲类	多
	环孢素	口服液	器官移植排斥反应防治			国甲类	多
	吗替麦考酚酯	片剂	器官移植排斥反应防治	化药 5	2005	国乙类	多
	他克莫司	胶囊	器官移植排斥反应防治	化药 3	2008	国乙类	6
	西罗莫司	口服液	器官移植排斥反应防治	化药 5	2005	国乙类	4
	西罗莫司	胶囊	器官移植排斥反应防治		申请生产	国乙类	
抗肿瘤药	奥沙利铂	注射剂	结直肠癌	化药 6	2012	国乙类	多
	地西他滨	注射剂	骨髓增生异常	化药 3.1	申请生产	非医保	
	阿那曲唑	片剂	乳腺癌	化药 6	申请生产	国乙类	5
	来曲唑	片剂	乳腺癌	化药 6	申请生产	国乙类	2

类别	药品名称	剂型	用途	类型	获批时间	医保	批文数
	伊立替康	注射剂	大肠癌	化药 6	申请生产	国乙类	
	伊马替尼	片剂	白血病、肿瘤	化药 6	申请生产	非医保	3
	喷司他丁	注射剂	肿瘤	化药 3.1	临床	非医保	
	迈华替尼	片剂	肿瘤	化药 1	申请临床	非医保	
抗生素	克拉霉素	干混悬	抗生素	化药 4	1997	国乙类	多
	达托霉素	注射剂	抗生素	化药 3.1	申请生产	非医保	1
	卡泊芬净	注射剂	抗生素	化药 3.1	申请生产	国乙类	1
心脑血管	磺达肝癸钠	注射剂	心血管	化药 6	申请生产	省乙类	1
	奥利司他	胶囊	减肥药	化药 5	2012	非医保	多
消化性溃疡药	泮托拉唑	注射剂	消化性溃疡	化药 5	1999	国乙类	多
	埃索美拉唑	注射剂	消化性溃疡	化药 6	申请生产	国乙类	1
	奥美拉唑碳酸氢钠	胶囊	消化性溃疡	化药 3.2	临床	非医保	
中成药	百令胶囊	胶囊	慢性支气管炎、肾衰等	中药 1	1991	国乙类	独家
	百令片	片剂	慢性支气管炎、肾衰等	中药 9	申请生产	国乙类	2
	百令疏肝胶囊	胶囊	肝纤维化	中药 6	临床	非医保	
	姜百胃炎片	片剂	胃溃疡	中药 6	临床	非医保	

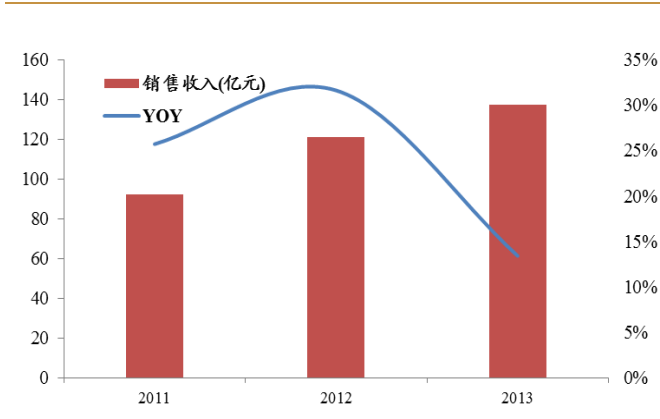
数据来源：CFDA，公司公告，西南证券

- 肿瘤产品线上：公司加大对癌症肿瘤用药领域的研发，目前已立项和在研品种超过十个，重点品种包括 2013 年向 CFDA 申请生产的甲磺酸伊马替尼片，预计 2015 年有望获批。该品种原研厂商瑞士诺华（商品名：格列卫）在中国市场年人均用药费用近 8 万人民币，2012 年全球市场销量为 46 亿美元，市场潜力巨大。一类新药迈华替尼目前处于临床一期，主要用于晚期肺癌，国外类似品种每个疗程费用在 4-5 万，同样具有广阔的市场前景。
- 抗生素方面：超级抗生素达托霉素是继万古霉素之后第二代糖肽类抗生素药，作用模式与现有抗生素不同，它能在多个方面破坏细菌细胞膜功能，由此迅速杀死革兰阳性菌，仅需一日一次用药，未来将有望成为万古霉素的有效补充及替代者。公司达托霉素 2012 年 3 月申报生产，预计 2015 年上半年获批。该品种 2012 年全球销售额为 8 亿美元。
- 心血管产品线上：磺达肝癸钠也已经报 CFDA 注册生产，预计 2015 年获批。作为人工合成的戊糖类物质，可降低手术后凝血风险，理论上可替代所有肝素类产品，在安全性、摄入性、特异性都比上一代低分子肝素类产品有较大提升。
- 中药产品收购方面：受让华东医药集团新药研究院的两个重要品种百令疏肝胶囊和姜百胃炎片新药技术。

三、医药商业稳定发展中有亮点

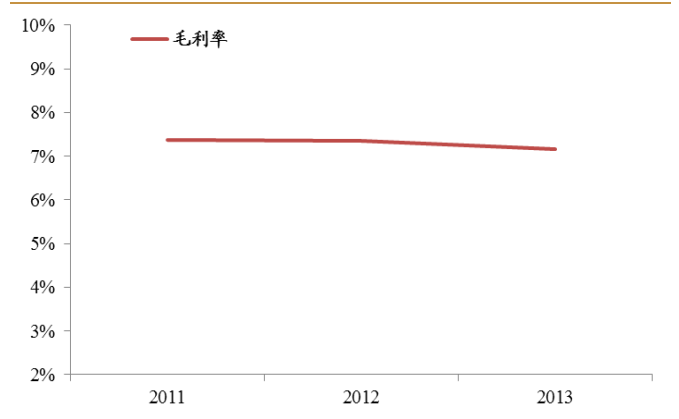
母公司华东医药是浙江省最大的医药商业企业，以纯销业务为主。2013 年公司医药商业实现收入 137.4 亿元，收入增速有所放缓。

图 5: 近三年公司医药商业销售情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

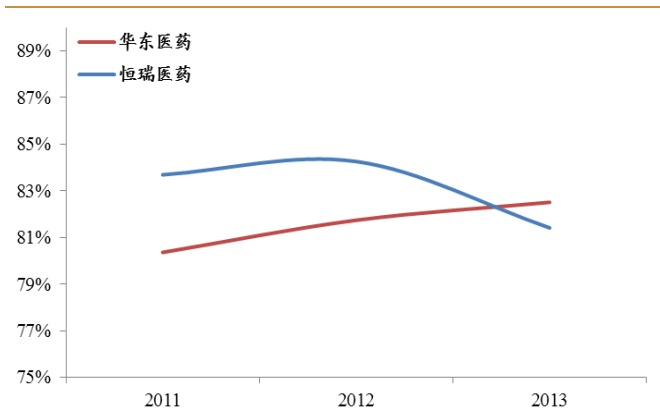
图 6: 近三年公司医药商业毛利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

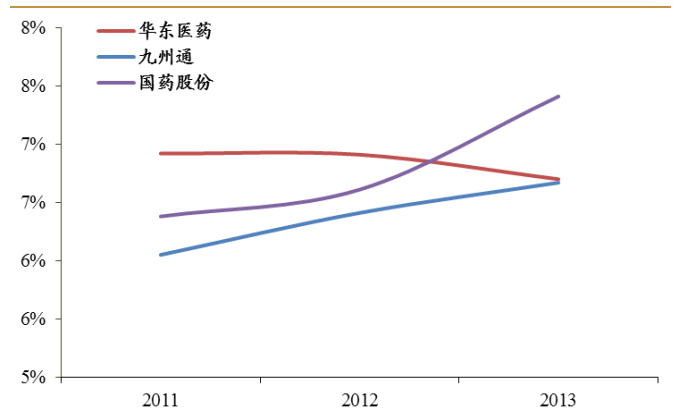
公司毛利率小幅下滑 0.2 个百分点至 6.7%，主要原因是浙江地区医保控费趋严和公立医院开始全面实行零差率。公司近三年毛利率分别为 6.92%，6.91%，6.70%，总体来说，医药商业状况依然比较健康。我们认为医保控费和零差率对公司商业的影响已经基本体现，未来不会有更坏的情况出现。近年来公司的主要利润来源是医药工业，公司未来的重心在医药工业。

图 7: 近三年主要医药工业企业毛利率对比



数据来源: wind, 西南证券

图 8: 近三年主要医药商业企业毛利率对比



数据来源: wind, 西南证券

在医保控费等不利政策的制约下，公司商业业务也在积极寻求新的增长点。如药房托管模式，积极参与医院药事管理服务；在健康产业打造“名医馆”等健康产业体系。医药商业中亮点主要有两块：一块是公司在杭州影响力较大的华东大药房、武林大药房与阿里健康的合作；另一块是代理 LG 玻尿酸的宁波华东，14 年收入预计将达到 7000 万，较 13 年有较大的增长。

公司旗下华东大药房等参与阿里健康 O2O 线下药店的合作，与阿里健康合作试水移动医疗。旗下药店参与阿里健康处方药网上销售试点，短期来看虽无明显业绩提升，长期并不

排除和阿里进一步的深入合作；除此之外公司作为区域龙头，后期进军移动电商具有先天优势。

华东医药宁波公司 2013 年与韩国 LG 生命科学签订进口玻尿酸中国区总代理协议，打开公司业务新的增长亮点。玻尿酸是一种无毒性、无排斥、无过敏发炎的皮肤填充产品，与人体兼容性好，注射后稳定、自然，不移走，又可被吸收，主要被应用于除皱和填充。在美国为代表的发达国家，玻尿酸是最受欢迎的美容材料，2013 年全美注射量达 200 万支。全球市场规模最大的玻尿酸品牌是 Q-med 公司的瑞蓝，2003 年瑞蓝成为美国 FDA 批准的第一个玻尿酸品牌，2013 年瑞蓝全球销售额近 10 亿欧元，增速约为 20%。2013 年中国玻尿酸市场约 20 亿元，未来几年增速将远远超越 20%。华东医药宁波公司 2013 年 7 月开始代理 LG 生命科学玻尿酸，2014 年收入预计 7000 万元，市场潜力巨大。

四、其他

（一）优惠税率将继续得到执行

中美华东高新技术企业资格重新认定已经获得主管部门批准，但正式批准文件还没有下发到公司，申请认定时间段为 2014 年-2016 年。按照当前进度，2014 年报表所得税税率仍将按照 15% 的优惠税率执行。如批准文件年报后出来，则会进行相应追溯调整。

（二）财务筹划

公司申请发行面值总额不超过 10 亿元（含）的公司债事宜也已经获得了中国证监会的受理，预计很快获批，资金将主要用于偿还银行贷款及补充流动资金。获批后将部分解决财务费用偏高的现状，有利于进一步减轻公司财务成本支出，提升公司盈利能力。

杭州江东生产园区已开始动工建设，规划成为公司发酵类原料药生产基地、多肽类糖尿病药物生产基地、出口制剂生产基地，将建成一家先进、高效、绿色、节能的新型原料药制造企业。根据公司总体规划，一期项目占地 95 亩，投资约 8 亿元，主要为年产 1000 吨虫草菌粉的生产基地，预计 2016 年能投入使用；二期项目正在前期筹划，预计征地 200-300 亩。二期主要做阿卡波糖原料药及制剂，资金缺口很可能通过再融资解决，预计投入规模为 20-30 亿元。再融资的进度要结合发债资金的使用、项目确定、股东协调等具体情况，确保 2016 年资金到位。

（三）外延发展规划

公司在医药商业和工业方面都积极寻求对外发展机会。医药商业主要为在省内其他地市通过并购等方式拓展在当地的业务。医药工业在新药批文比较难拿的背景下，公司会考虑通过并购途径拿批文，优先考虑收购有潜力的专科处方药品种。此外，在对并购标的的选择上，重点关注商业模式先进，或成长性好，具备较大潜力的优质医药企业、创新的医疗器械产品类产品和项目公司也会积极考虑和关注。总之公司对收购要求比较高，出发点主要是要与现有业务互补、前景看好等。

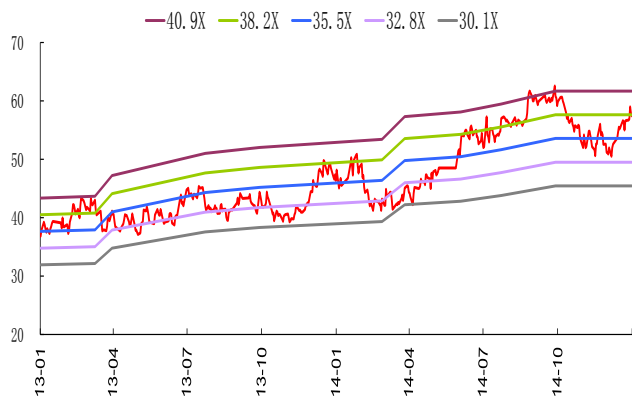
五、盈利预测及投资建议

预计 2014-2016 年的每股收益为 1.73 元、2.54 元、3.36 元，对应市盈率为 33 倍、23、17 倍。我们认为公司核心产品如阿卡波糖、百令胶囊仍将维持高增长，且产品梯队丰富，与阿里健康合作拓展医药商业也是其看点。考虑到业绩高增长与医药商业触网概念，建议给与 2015 年估值 30 倍，对应目标价为 76.2 元/股，首次给予“买入”评级。

股价催化剂：2014 年年报业绩超预期；2015 年各省药品招标开展；阿卡波糖咀嚼片和百令胶囊片剂获批。

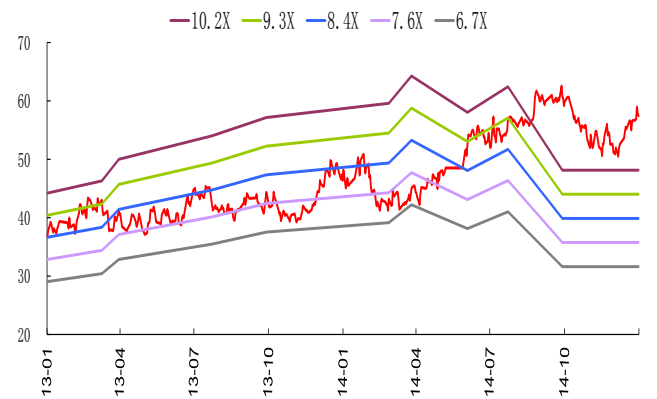
风险提示：药品招标降价风险；产品市场推广低预期风险

图 9: 公司 PE-Band



数据来源: wind, 西南证券

图 10: 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	16717.99	18920.79	21789.39	25084.39	净利润	620.56	747.66	870.73	1162.02
营业成本	13341.38	14835.58	16985.98	19394.62	折旧与摊销	120.71	194.56	194.56	191.87
营业税金及附加	67.27	76.13	87.67	100.93	财务费用	121.42	58.03	19.99	-5.26
销售费用	1739.75	2175.89	2440.41	2809.45	资产减值损失	26.17	26.17	26.17	26.17
管理费用	504.45	605.47	697.26	752.53	经营营运资本变动	-112.03	-604.72	-634.41	-683.69
财务费用	121.42	58.03	19.99	-5.26	其他	-298.81	101.16	256.27	69.58
资产减值损失	26.17	26.17	26.17	26.17	经营活动现金流净额	478.00	522.86	733.32	760.70
投资收益	7.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-330.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	2.43	13.09	13.09	13.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-327.57	13.09	13.09	13.09
营业利润	924.84	1143.52	1531.91	2005.95	短期借款	-252.63	-920.10	-649.83	0.00
其他非经营损益	17.45	17.45	17.45	17.45	长期借款	27.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	942.29	1160.98	1549.36	2023.40	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	194.63	290.24	387.34	505.85	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	747.66	870.73	1162.02	1517.55	其他	194.66	-56.87	-18.66	6.80
少数股东损益	172.68	120.00	60.00	60.00	筹资活动现金流净额	-30.97	-976.97	-668.49	6.80
归属母公司股东净利润	574.98	750.73	1102.02	1457.55	现金流量净额	119.46	-441.02	77.92	780.59
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	630.23	189.21	267.13	1047.72	成长能力				
应收和预付款项	3450.85	4340.00	5000.00	5960.00	销售收入增长率	14.67%	13.18%	15.16%	15.12%
存货	1715.29	2000.00	2500.00	3000.00	营业利润增长率	18.16%	23.65%	33.96%	30.94%
其他流动资产	0.91	0.91	0.91	0.91	净利润增长率	20.48%	16.46%	33.45%	30.60%
长期股权投资	72.23	72.23	72.23	72.23	EBITDA 增长率	16.28%	19.35%	24.79%	25.30%
投资性房地产	13.77	11.51	9.24	6.97	获利能力				
固定资产和在建工程	1149.97	958.34	766.71	575.08	毛利率	20.20%	21.59%	22.04%	22.68%
无形资产和开发支出	329.54	305.40	281.26	257.11	三费率	14.15%	15.01%	14.49%	14.18%
其他非流动资产	44.90	42.21	39.51	39.51	净利率	4.47%	4.60%	5.33%	6.05%
资产总计	7407.69	7919.80	8936.98	10959.54	ROE	22.34%	22.58%	24.90%	24.77%
短期借款	1569.94	649.83	0.00	0.00	ROA	14.35%	15.38%	17.55%	18.40%
应付和预收款项	2711.13	3272.60	3777.60	4282.60	ROIC	24.54%	21.32%	25.09%	29.41%
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	EBITDA/销售收入	7.08%	7.46%	8.09%	8.80%
其他负债	11.48	11.48	11.48	11.48	营运能力				
负债合计	4392.54	4033.92	3889.08	4394.08	总资产周转率	2.26	2.39	2.44	2.29
股本	434.06	434.06	434.06	434.06	固定资产周转率	18.47	19.74	28.42	43.62
资本公积	7.90	7.90	7.90	7.90	应收账款周转率	5.21	4.73	4.74	4.56
留存收益	2131.36	2882.09	3984.12	5441.67	存货周转率	7.78	7.42	6.79	6.46
归属母公司股东权益	2573.32	3324.05	4426.08	5883.63	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	1.16	—	—	—
少数股东权益	441.82	561.82	621.82	681.82	资本结构				
股东权益合计	3015.14	3885.88	5047.90	6565.45	资产负债率	59.30%	50.93%	43.52%	40.09%
负债和股东权益合计	7407.69	7919.80	8936.98	10959.54	带息债务/总负债	38.02%	18.59%	2.57%	2.28%
					流动比率	1.35	1.66	2.06	2.34
					速动比率	0.95	1.15	1.39	1.64
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.32	1.73	2.54	3.36
					每股净资产	4.60	5.93	7.66	10.20
					每股经营现金	1.49	1.10	1.20	1.69
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2013A	2014E	2015E	2016E					
EBITDA	1183.40	1412.41	1762.58	2208.47					
PE	43.36	33.21	22.62	17.11					
PB	9.69	7.50	5.63	4.24					
PS	1.49	1.32	1.14	0.99					
EV/EBITDA	22.46	18.58	14.53	11.28					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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