

2015年02月04日

证券研究报告·公司研究·医药生物

太龙药业(600222)调研报告

买入(首次)

当前价: 7.99元

目标价: 9.90元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

拟收购标的业绩或超预期, 持续推进并购战略

- **事件:** 我们近期对公司进行了调研, 就当前业务经营状况以及未来发展方向进行沟通。
- **战略布局中药饮片业务, 实现桐君堂 100%控股。** 桐君堂是浙江省中药饮片行业的领先企业, 2011-2013 年营业收入复合增长率达 38.9%。1) 由于桐君堂生产规模小和营运资金不足, 其利率水平明显低于同类公司。此次收购后, 将解决桐君堂营运资金紧缺的问题, 有助于提高净利率; 2) 桐君堂可借助公司的营销网络推广中药饮片, 并与公司传统的中药 OTC 业务形成互补协同, 从而促进桐君堂收入快速增长; 3) 桐君堂将积极开拓新业务, 如中药代煎药事服务等。桐君堂原高管在本次收购过程中做业绩承诺, 2015-2017 年净利润分别不低于 3293 万、3773 万、4127 万。
- **收购新领先, 进入高速增长 CRO 市场。** 新领先是国内少有的覆盖从临床前研究到临床试验整个 CRO 过程的公司, 具有产业链优势。2011-2013 年营业收入复合增长率达 33.2%, 且毛利率明显高于其他同类公司。我们认为本次收购后新领先还可与公司的化学制剂业务形成协同作用, 其研发的优秀产品逐渐销售也将增厚公司业绩。新领先原高管在本次收购过程中做业绩承诺, 2015-2017 年净利润分别不低于 2800 万、3350 万、3700 万。
- **营销网络改革保障未来业绩提升。** 公司前期已拿出 4500 万元募集资金改革营销网络, 目前处方药和 OTC 营销网络已基本完成, 覆盖医院终端和零售终端大幅度提升, 将为公司后续产品销售提供充分保障。
- **小儿复方鸡内金咀嚼片增强原有 OTC 业务的竞争力。** 小儿复方鸡内金咀嚼片是独家品种, 与散剂相比服用更方便, 在各省的价格维护较好。我们认为公司在 OTC 渠道的营销网络十分完善(已覆盖 4 万多家终端), 且前期也有推广小儿 OTC 产品的经验, 小儿复方鸡内金咀嚼片可以借助公司的传统优势迅速做大。
- **盈利预测及投资建议。** 预计 2014-2016 年摊薄后 EPS 分别为 0.07 元、0.18 元、0.22 元, 对应市盈率为 120 倍、45 倍、36 倍。我们认为: 公司营销网络逐渐健全, OTC 类药物销售收入有望快速增长。且有新领先、桐君堂等存在着业绩超预期、不良资产剥离及持续的外延式扩张等股价催化因素, 给予其 55 倍估值较为合适, 对应目标价为 9.90 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 桐君堂、新领先业绩或低于预期; 小儿复方鸡内金咀嚼片市场推广或不达预期; 药品招标降价风险。

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

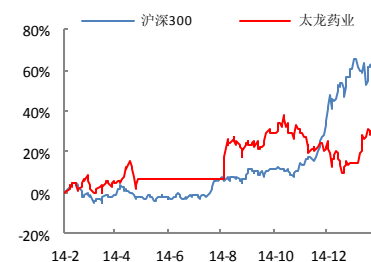
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

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) | 4.97 |
| 流通 A 股(亿股) | 4.97 |
| 52 周内股价区间(元) | 6.1-8.97 |
| 总市值(亿元) | 38.93 |
| 总资产(亿元) | 21.25 |
| 每股净资产(元) | 2.10 |

相关研究

| 指标年度 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1304.67 | 1371.23 | 1600.97 | 1845.99 |
| 增长率 | 19.79% | 5.10% | 16.75% | 15.30% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 36.06 | 38.17 | 101.00 | 127.18 |
| 增长率 | 78.52% | 5.86% | 164.59% | 25.92% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.06 | 0.07 | 0.18 | 0.22 |
| 净资产收益率 ROE | 3.45% | 3.52% | 7.91% | 9.06% |
| PE | 127 | 120 | 45 | 36 |
| PB | 4.39 | 4.23 | 3.59 | 3.26 |

数据来源: 公司公告, 西南证券

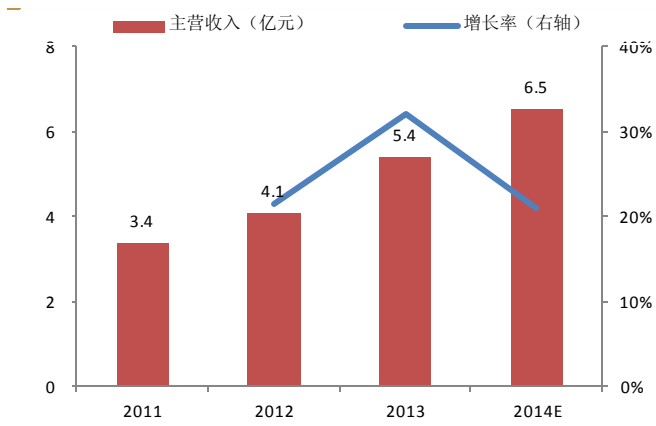
请务必阅读正文后的重要声明部分

一、战略布局中药饮片业务，实现桐君堂 100%控股

桐君堂是浙江省非物质文化遗产“桐君中药文化”的保护单位，主要业务为中药饮片和药品批发。桐君堂原为公司的控股子公司（持股比例 51%），公司已经通过股票发行和现金支付收购桐君堂剩余的 49% 股权，完成对桐君堂 100% 控股。

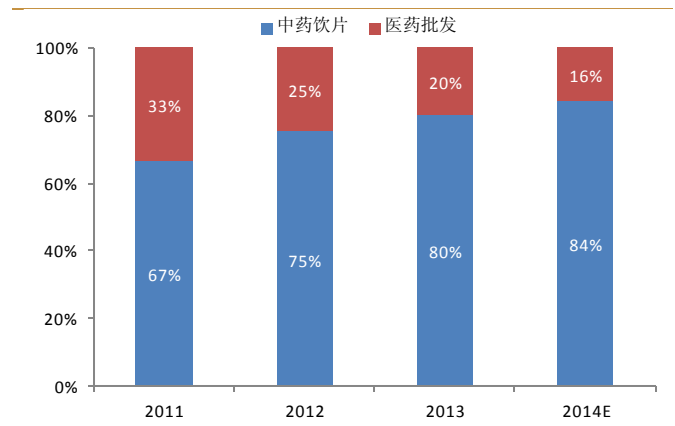
桐君堂主营业务收入为 5.4 亿元，2011-2013 年复合增长率为 26.6%，预计 2014 年收入约 6.5 亿元，同比增长超过 20%，主要是中药饮片业务迅猛发展。该业务在 2011-2013 期间的年均复合增长率达到 38.9%，销售占比也从 2011 年的 66.7% 提高到 2013 年的 80.3%。

图 1：桐君堂主营业务增长迅速



数据来源：公司公告，西南证券

图 2：中药饮片销售占比不断提高

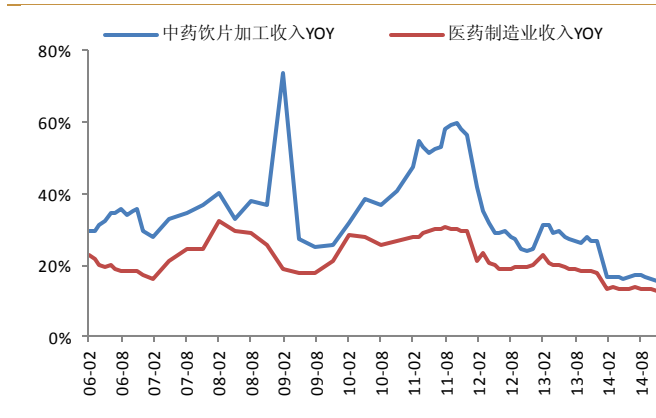


数据来源：公司公告，西南证券

（一）中药饮片业务快速增长，超过医药行业平均水平

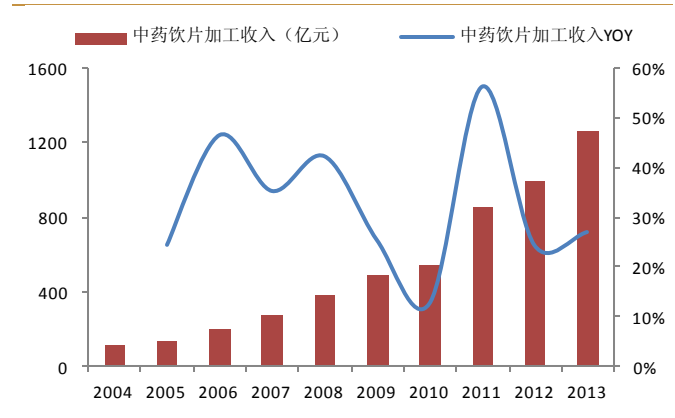
随着我国老龄化速度加快以及居民生活水平和健康意识的提高，医药行业迎来了高速增长。中药饮片在我国有悠久的历史，是医疗保健的重要组成部分。随着监管力度加强和 GMP 认证推行，中药饮片的认可程度越来越高，2013 年中药饮片加工行业收入为 1259 亿元，2004-2013 年复合增长率高达 31.0%，增速明显高于医药制造业平均水平。

图 3：中药饮片和医药制造业收入增速对比（累计同比）



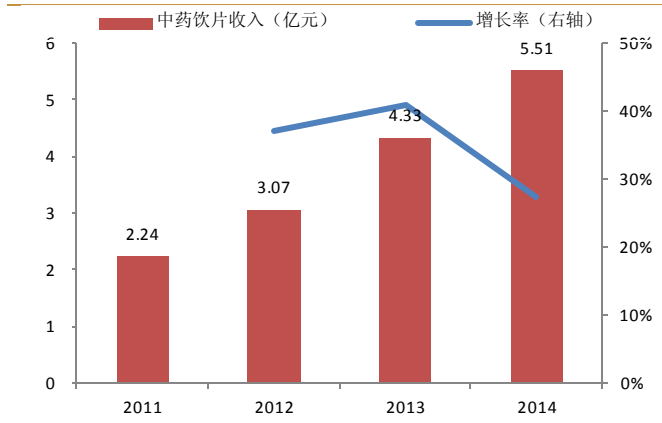
数据来源：Wind，西南证券

图 4：中药饮片收入及增长率

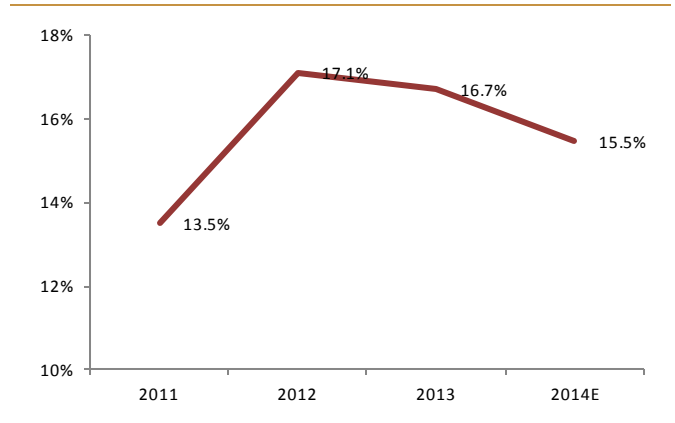


数据来源：Wind，西南证券

桐君堂是浙江省中药饮片龙头企业之一，共有 700 多个中药饮片品种、1100 多个品规，通过生产高品质产品、树立品牌优势等途径，具备了较强的核心竞争力。中药饮片收入 2013 年约为 4.3 亿元，较 2011 年几乎翻番，预计 2014 年将达到 5.5 亿元，同比增长 27.4%。我们认为桐君堂业绩未来的提升主要依靠质量、品牌以及销售实力。

图 5：桐君堂中药饮片收入增长迅速


数据来源：公司公告，西南证券

图 6：桐君堂中药饮片毛利率变化趋势


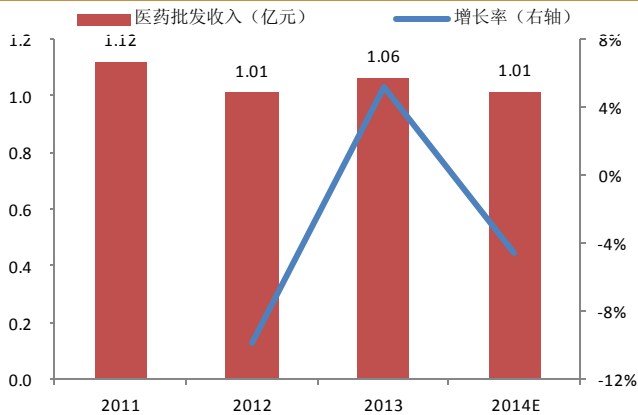
数据来源：公司公告，西南证券

- 较强的质量控制能力。桐君堂是浙江省通过中药饮片 GMP 认证的首批企业，还投资 600 余万元建立了质控中心，不断探索中药饮片生产的可控性、稳定性、量化与标准化。另外还投资成立了白术、元胡、白芍、贝母等中药材种植基地，从源头上保证产品质量。
- 良好的品牌形象。桐君堂一直致力于桐君中药文化的挖掘、整理和保护，投入 800 余万元兴建了桐君中医药文化博物馆，列入第四批浙江省非物质文化遗产名录，积极推动桐君中药文化建设。“药祖桐君”牌中药饮片因品质优良而深受广大客户的好评，形成了良好的声誉，使桐君堂的品牌形象不断提升。

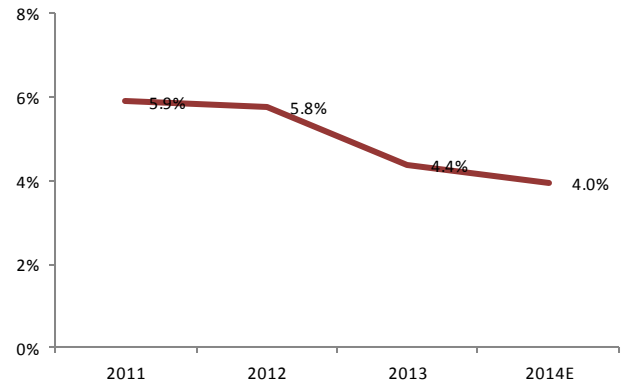
从销售渠道来看，桐君堂的重点销售终端是医院，占比 70-80%；OTC 市场相对比较小，盈利能力较弱，但也在不断发展营销队伍，还成立了专门的医院终端销售队伍和 OTC 销售队伍。而公司经过营销渠道改革，医院终端和 OTC 终端覆盖都显著提高，借助公司营销网络将促进桐君堂产品的销售增长。公司收购桐君堂后，将会加大在传统优势中药饮片方面的投入，凭借规模效应降低成本提高毛利率，至少还有 10% 的提升空间。

（二）医药批发收入保持稳定

随着医药流通行业竞争和医保控费的压力增大，桐君堂的医药批发业务收入基本保持稳定，2011-2013 年保持在 1 亿元左右；而毛利率从 2011 和 2012 年的 6% 下降到 4% 左右。预计未来医药批发收入、毛利率分别将稳定在 1 亿元、4% 左右。

图 7: 桐君堂医药批发收入保持稳定


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 8: 桐君堂医药批发毛利率下滑


数据来源: 公司公告, 西南证券

另外, 桐君堂还积极涉足中药代煎药事服务。目前平均每天能接到 1000 个处方 (周末高峰 1500 个处方/天), 每个处方金额 350-500 元、每个处方 7-14 天, 上午下处方下午通过顺丰送货上门, 主要覆盖浙江医院终端, 未来将新增 1 个亿左右的收入。

我们认为: 桐君堂当前净利润率约 5%, 远低于市场平均水平。其后期改善空间大, 2015-2017 年业绩表现很可能超过承诺业绩 (高管承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 3293 万、3773 万、4127 万)。我们预计 2014 年桐君堂的营业收入将达到 6.5 亿元, 同比增长 21%。公司收购桐君堂后, 将带来以下改变: 1) 扩大中药饮片业务规模, 注资补充营运资金; 2) 借助公司完善的销售渠道助推桐君堂产品销售增长; 3) 公司和桐君堂的中药产业发挥协同作用。这些措施一方面会促进桐君堂的营业收入增加, 另一方面将提高毛利率和净利率, 从而提升整体业绩。

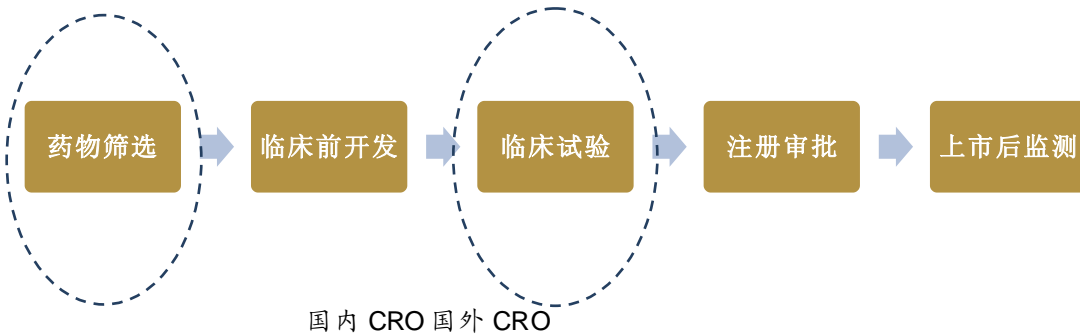
二、收购新领先, 进入高速增长 CRO 市场

2014 年 9 月, 公司发布公告拟收购新领先 100% 的股权, 该公司主要从事临床前和临床前 CRO (定制研发) 业务。包括化合物的筛选及确定, 临床前药学研究、合成研究、制剂研究及安全性评价, 新药临床批件及仿制药生产批件申报资料的整理及申报等。服务的品种主要集中在心脑血管、神经精神、内分泌、抗感染及抗肿瘤等高发病领域, 且多为第 3 类和第 6 类化学药品。

随着全球制药产业结构调整, 跨国制药公司从“垂直一体化”业务模式向“开放合作”业务模式转变。在欧美等发达国家, 新分子实体药从研发到上市平均需要 10-15 年, 投入高达约 20 亿美元。为加快研发进度和降低风险, 跨国制药公司将部分研发环节外包给其他公司。CRO 已成为医药产业不可或缺的重要环节。

药物从立项到上市需要经过临床前研究、临床试验、注册审批和上市后监测等阶段。CRO 主要分为临床前研究 CRO 和临床试验 CRO, 其中临床前研究 CRO 又可以分为化合物阶段和制剂阶段。我国大部分 CRO 企业主要集中在临床前研究的化合物阶段, 如药明康德; 由于制剂技术水平落后很少有企业参与制剂阶段; 少部分企业从事临床试验 CRO, 如泰格医药。而新领先是我国少有的能够覆盖从临床前研究到临床试验整个流程的 CRO 公司, 具有产业链优势, 竞争力强。

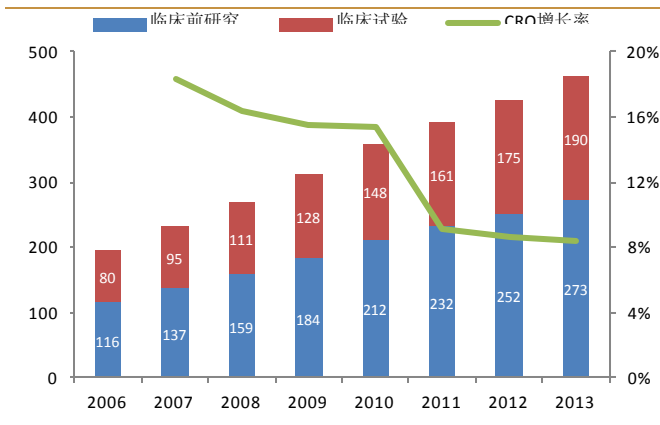
图 9: 国内外 CRO 企业主要参与的药品研发流程



数据来源: 公开资料, 西南证券

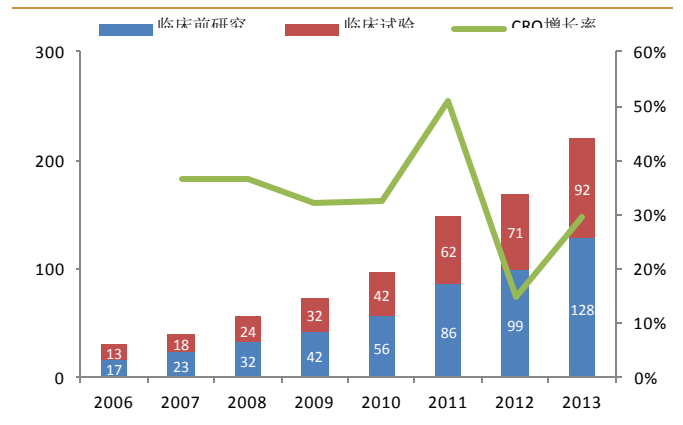
为提高研发效率, 降低研发成本, 制药公司不断增加研发外包的比例, CRO 参与医药研发的比例越来越高, 2013 年全球 CRO 市场规模约为 463 亿美元, 年均复合增长率达 13.1%。其中全球临床试验 CRO 约为 190 亿美元, 临床前研究 CRO 约为 273 亿美元。我国具有明显的人才、专利保护、基础设施和成本结构等竞争优势, 从而日益成为跨国制药公司和生物制药公司优先选择的战略外包目的地。2013 年国内 CRO 市场规模约为 220 亿元, 2006-2013 年复合增长率为 32.9%, 其中临床试验 CRO 为 128 亿元, 临床前研究 CRO 为 92 亿元。

图 10: 全球 CRO 市场规模增长情况 (亿美元)



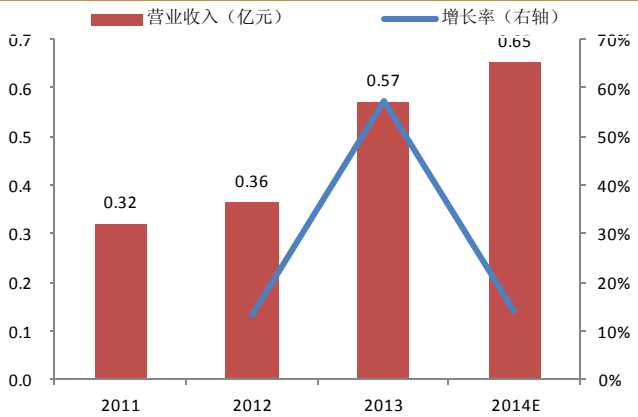
数据来源: 泰格医药公告, 西南证券

图 11: 我国 CRO 市场规模增长情况 (亿元)

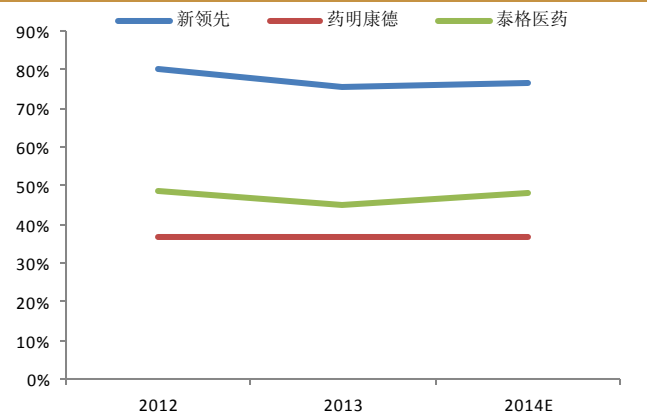


数据来源: 泰格医药公告, 西南证券

新领先是国内领先的 CRO 企业, 2013 年营业收入约为 5600 万元, 2011-2013 年复合增长率达到 33.2%。新领先具有技术、研发和管理优势, 毛利率较高保持在 77% 左右, 高于同行业的药明康德和泰格医药。

图 12: 新领先营业收入增长情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 13: CRO 企业毛利率比较


数据来源: 公司公告, Wind, 西南证券

- 新领先具有明显的技术优势。新领先覆盖了临床前研究和临床试验 CRO，产业链齐全，拥有先进的药物合成技术平台、制剂技术平台、分析技术平台和药理临床技术平台，在多个品种的技术开发上处于国内领先地位。
- 新领先具有优秀的研发团队。研发队伍超过 120 人，硕士学历占 30% 以上。核心技术团队由海外归国技术人员以及具有多年本行业工作经验的各专业专家组成，6 年以上的大部分核心研发人员仍在公司就职，忠诚度高。新领先还长期聘任国内外各专业的专家做技术顾问，提供新技术来源，解决技术问题，并进行技术培训。
- 新领先重视员工培训和管理。新领先建立了全面的培训体系，重点实施技术及管理方面的培训，通过多年持续不断的系统培训，中层以下管理及技术人员主要为公司自己培训的人才，并形成了梯队，为公司的持续稳定发展提供了人才保障。
- 新领先具有稳定的客户来源。CRO 是制药公司能够持续成长的重要战略，因此对委托公司的成本、服务、准时交付、技术创新、综合管理等要求十分严格，通过考察后一般会建立长期的合作关系。因此公司客户比较稳定，排名前 5 客户的销售占比保持在 70% 左右。

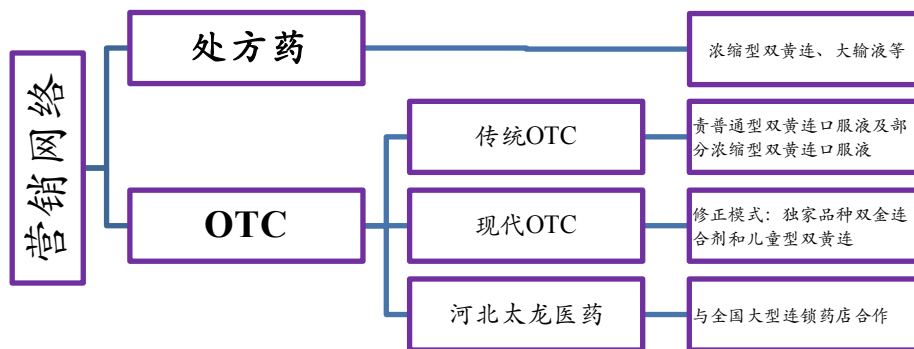
我们认为：此次并购可获得新领先在药品临床前和临床研究方面的技术优势，并与公司的化学药制造业务发挥协同作用，同时借助公司的充沛资金和营销渠道，加快新领先业务发展。新领先的业务主要集中高技术难度、高附加值的产品，主要集中在心脑血管、神经精神、内分泌、抗感染及抗肿瘤等高发病领域，随着国家药审中心对药物审批效率提高，申报临床的药品数量也将上升，预计新领先在 15 年、16 年新领先业绩很可能超承诺业绩（新领先原高管承诺，2015-2017 年净利润分别不低于 2800 万、3350 万、3700 万）。

三、营销网络改革保障未来业绩提升

公司在 2012 年通过非公开发行股票募集资金用于生产线扩建、研发中心建设、营销网络扩建等项目，其中营销网络扩建投资总额为 4500 万元。公司自 2012 年起对营销网络进行改革扩建。

- 2012 年的改革重点是 OTC，引入专业化的营销团队，并使 OTC 直控终端数量由原来的 1 万多家增长到 4 万多家；
- 2013 年对处方药销售模式进行改革，引进职业经理人，提升在医院和基层市场的销售能力。此次改革引入了先进的营销和管理理念及高端人才，激发了销售队伍的工作积极性，使得 OTC 及处方药终端数量均大幅度增加。

图 14：公司营销网络改革



数据来源：公司资料，西南证券

四、独家品种小儿复方鸡内金咀嚼片前景看好

2014 年 12 月，公司发布公告拟收购施美制药的小儿复方鸡内金咀嚼片药品生产技术、新药证书及其相关专利。该产品功能主治：健脾开胃，消食化积，用于小儿因脾胃不和引起的食积胀满，饮食停滞，呕吐泄泻。小儿复方鸡内金主要分为散剂和咀嚼片，散剂有施美制药、恒祥医药等 10 多家厂商；咀嚼片为品种，属于 OTC 甲类产品。

散剂的包装规格是 2g/袋，小儿一次服用 0.5g，因此每次只能服用一袋散剂的 1/4，取用不方便，而且还需要温水冲服，而咀嚼片使用更加便。咀嚼片每次服用 1 片，每日 3 次；散剂是每次 0.5g，每日 3 次。从费用来看，大部分省份的咀嚼片中标价和日均费用都明显高于散剂，给药店更大的推广动力。

表 1: 小儿复方鸡内金咀嚼片和散剂的中标价格对比

| 省份 | 剂型 | 中标价 (元) | 日均费用 (元) |
|----|-----|---------|----------|
| 四川 | 咀嚼片 | 42 | 10.50 |
| | 散剂 | 30.48 | 1.91 |
| 湖南 | 咀嚼片 | 32.496 | 8.12 |
| | 散剂 | 11.94 | 0.75 |
| 贵州 | 咀嚼片 | 31.01 | 7.75 |
| | 散剂 | 12.36 | 0.77 |

数据来源: 药智网、西南证券 (计算时换算成咀嚼片 1.2g*12 片, 散剂 2g*12 袋; 由于散剂有多个厂商, 故价格差异大)

咀嚼片属于独家品种, 在各省的中标价格相对稳定, 价格维护能力强。

表 2: 小儿复方鸡内金咀嚼片

| 药品通用名 | 规格 | 中标单价 | 中标省份 | 发布日期 |
|------------|--------|----------|------|------------|
| 小儿复方鸡内金咀嚼片 | 1.2g/片 | 2.71 元/片 | 湖南 | 2014-12-30 |
| 小儿复方鸡内金咀嚼片 | 1.2g/片 | 2.83 元/片 | 重庆 | 2014-12-29 |
| 小儿复方鸡内金咀嚼片 | 1.2g/片 | 3.08 元/片 | 海南 | 2014-10-31 |
| 小儿复方鸡内金咀嚼片 | 1.2g/片 | 3.08 元/片 | 海南 | 2014-8-8 |
| 小儿复方鸡内金咀嚼片 | 1.2g/片 | 3.08 元/片 | 海南 | 2013-12-28 |
| 小儿复方鸡内金咀嚼片 | 1.2g/片 | 3.08 元/片 | 海南 | 2013-12-17 |
| 小儿复方鸡内金咀嚼片 | 1.2g/片 | 3.50 元/片 | 天津 | 2013-3-15 |
| 小儿复方鸡内金咀嚼片 | 1.2g/片 | 2.54 元/片 | 四川 | 2013-3-11 |
| 小儿复方鸡内金咀嚼片 | 1.2g/片 | 2.48 元/片 | 四川 | 2013-3-11 |
| 小儿复方鸡内金咀嚼片 | 1.2g/片 | 2.58 元/片 | 贵州 | 2011-12-2 |
| 小儿复方鸡内金咀嚼片 | 1.2g/片 | 2.65 元/片 | 贵州 | 2011-12-2 |

数据来源: 药智网、西南证券

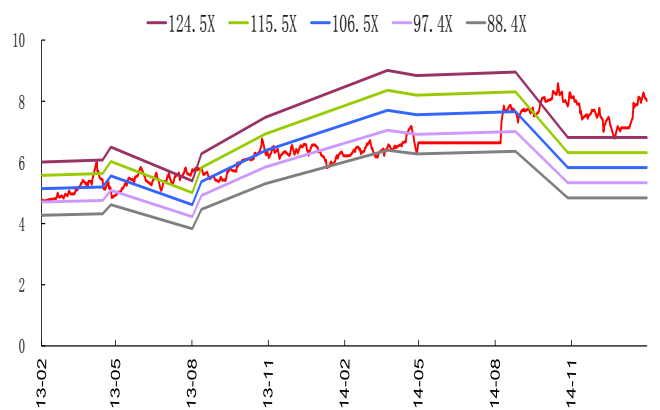
2014 年底公司通过 2550 万元收购施美制药的小儿复方鸡内金散剂和咀嚼片批文, 该产品之前未做大规模推广, 在 2013 年销售收入约 1000 万左右。公司收购后将会在原有的 OTC 平台推广小儿复方鸡内金咀嚼片, 预计可以做到 5000 万元以上销售规模。原因如下: 1) 上市公司拥有充沛的现金流, 有足够的资金用于咀嚼片推广; 2) 营销渠道覆盖面广, OTC 队伍超过 500 多人, 终端数量已超过 4 万多家, 销售渠道完善; 3) 公司拥有小儿清热止咳口服液和儿童型用双黄连口服液等儿童型 OTC 产品, 前期已经打通了药店终端销售渠道, 具有协同效应, 有利于小儿复方鸡内金咀嚼片迅速进入终端实现放量。

五、盈利预测及投资建议

预计 2014-2016 年摊薄后 EPS 分别为 0.07 元、0.18 元、0.22 元，对应市盈率为 120 倍、45 倍、36 倍。我们认为：公司营销网络逐渐健全，OTC 类药物销售收入有望快速增长。且有新领先、桐君堂等存在着业绩超预期、不良资产剥离及持续的外延式扩张等股价催化因素，给予其 55 倍估值较为合适，对应目标价为 9.90 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

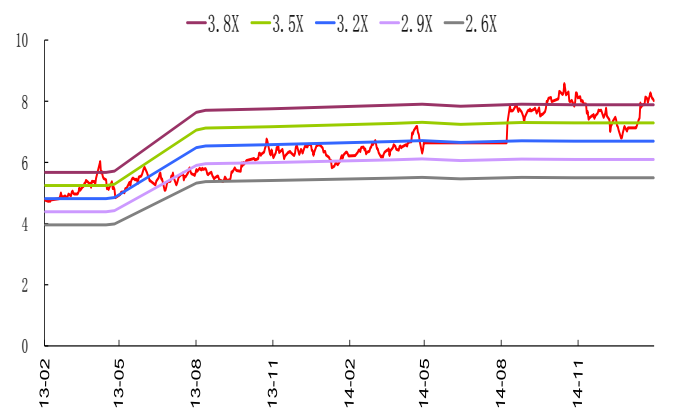
风险提示：桐君堂、新领先业绩承诺未兑现；小儿复方鸡内金咀嚼片市场推广慢于预期；招标降价风险。

图 15: 公司 PE-Band



数据来源: wind, 西南证券

图 16: 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) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 现金流量表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 1304.67 | 1371.23 | 1600.97 | 1845.99 | 净利润 | 51.70 | 57.30 | 102.18 | 128.48 |
| 营业成本 | 1051.38 | 1091.70 | 1248.65 | 1437.41 | 折旧与摊销 | 40.27 | 41.14 | 42.54 | 44.06 |
| 营业税金及附加 | 4.97 | 4.11 | 4.56 | 5.26 | 财务费用 | 42.72 | 40.85 | 43.03 | 45.19 |
| 销售费用 | 74.51 | 78.16 | 89.65 | 101.53 | 资产减值损失 | 1.85 | 4.00 | 2.49 | 2.89 |
| 管理费用 | 65.64 | 82.27 | 88.05 | 95.99 | 经营营运资本变动 | -145.60 | 7.36 | -207.77 | 2.78 |
| 财务费用 | 42.72 | 40.85 | 43.03 | 45.19 | 其他 | 3.57 | -12.88 | -7.02 | -8.71 |
| 资产减值损失 | 1.85 | 4.00 | 2.49 | 2.89 | 经营活动现金流净额 | -5.49 | 137.77 | -24.56 | 214.68 |
| 投资收益 | 0.00 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 资本支出 | -52.20 | -28.37 | -52.64 | -11.31 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 29.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -23.04 | -28.37 | -52.64 | -11.31 |
| 营业利润 | 63.61 | 72.63 | 127.03 | 160.24 | 短期借款 | 62.65 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 3.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期借款 | -29.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 66.99 | 72.63 | 127.03 | 160.24 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 93.35 | 0.00 |
| 所得税 | 15.28 | 15.33 | 24.85 | 31.76 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 51.70 | 57.30 | 102.18 | 128.48 | 其他 | 325.13 | -27.14 | -27.02 | -26.73 |
| 少数股东损益 | 15.65 | 19.13 | 1.18 | 1.30 | 筹资活动现金流净额 | 358.78 | -27.14 | 66.33 | -26.73 |
| 归属母公司股东净利润 | 36.06 | 38.17 | 101.00 | 127.18 | 现金流量净额 | 330.26 | 82.25 | -10.87 | 176.64 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 财务分析指标 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 货币资金 | 432.06 | 514.31 | 503.44 | 680.08 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 578.66 | 541.24 | 764.18 | 740.84 | 销售收入增长率 | 19.79% | 5.10% | 16.75% | 15.30% |
| 存货 | 148.81 | 186.63 | 197.03 | 244.63 | 营业利润增长率 | 79.54% | 14.17% | 74.91% | 26.14% |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润增长率 | 61.39% | 10.82% | 78.32% | 25.74% |
| 长期股权投资 | 27.20 | 29.70 | 46.32 | 48.82 | EBITDA 增长率 | 33.01% | -5.31% | 39.51% | 17.52% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 621.96 | 610.00 | 606.41 | 575.81 | 毛利率 | 19.41% | 20.39% | 22.01% | 22.13% |
| 无形资产和开发支出 | 111.20 | 106.85 | 102.49 | 98.14 | 三费率 | 14.02% | 14.68% | 13.79% | 13.15% |
| 其他非流动资产 | 4.57 | 4.11 | 5.56 | 4.89 | 净利率 | 3.96% | 4.18% | 6.38% | 6.96% |
| 资产总计 | 1924.46 | 1992.85 | 2225.43 | 2393.20 | ROE | 3.45% | 3.52% | 7.91% | 9.06% |
| 短期借款 | 390.45 | 390.45 | 390.45 | 390.45 | ROA | 5.64% | 5.01% | 6.92% | 7.81% |
| 应付和预收款项 | 221.96 | 249.06 | 286.11 | 325.41 | ROIC | 7.75% | 6.25% | 10.03% | 10.32% |
| 长期借款 | 140.00 | 140.00 | 140.00 | 140.00 | EBITDA/销售收入 | 11.41% | 10.28% | 12.28% | 12.51% |
| 其他负债 | 79.64 | 63.64 | 63.64 | 63.64 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 832.05 | 843.15 | 880.20 | 919.50 | 总资产周转率 | 0.68 | 0.69 | 0.72 | 0.77 |
| 股本 | 496.61 | 496.61 | 573.89 | 573.89 | 固定资产周转率 | 2.29 | 2.36 | 2.81 | 3.27 |
| 资本公积 | 313.26 | 313.26 | 329.34 | 329.34 | 应收账款周转率 | 2.56 | 3.27 | 2.41 | 3.16 |
| 留存收益 | 234.94 | 273.11 | 374.11 | 501.29 | 存货周转率 | 7.07 | 5.85 | 6.34 | 5.88 |
| 归属母公司股东权益 | 1044.81 | 1082.98 | 1277.33 | 1404.51 | 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 | 0.74 | — | — | — |
| 少数股东权益 | 47.59 | 66.72 | 67.90 | 69.20 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1092.40 | 1149.70 | 1345.23 | 1473.70 | 资产负债率 | 43.24% | 42.31% | 39.55% | 38.42% |
| 负债和股东权益合计 | 1924.46 | 1992.85 | 2225.43 | 2393.20 | 带息债务/总负债 | 63.75% | 62.91% | 60.26% | 57.69% |
| | | | | | 流动比率 | 1.85 | 1.94 | 2.16 | 2.33 |
| | | | | | 速动比率 | 1.61 | 1.65 | 1.87 | 1.98 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.06 | 0.07 | 0.18 | 0.22 |
| | | | | | 每股净资产 | 1.82 | 1.89 | 2.23 | 2.45 |
| | | | | | 每股经营现金 | -0.01 | 0.24 | -0.04 | 0.37 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | | | | | |
| EBITDA | 148.81 | 140.91 | 196.58 | 231.02 | | | | | |
| PE | 127.16 | 120.13 | 45.40 | 36.05 | | | | | |
| PB | 4.39 | 4.23 | 3.59 | 3.26 | | | | | |
| PS | 3.51 | 3.34 | 2.86 | 2.48 | | | | | |
| EV/EBITDA | 28.08 | 29.23 | 24.22 | 19.90 | | | | | |
| 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