

2015年03月31日

证券研究报告·公司研究·医药生物

北陆药业(300016)动态跟踪报告

买入(首次)

当前价: 25.2元

目标价: 29.4元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

主业高速增长, 基因诊疗前景广阔

- **事件:** 2014年营业收入、扣非后净利润分别为4.4亿元、0.84亿元, 同比增长分别为32.7%、33.2%; 2014Q4营业收入、扣非后净利润分别为1.5亿元、0.26亿元, 同比增长分别为58.9%、86.4%。公司预告2015Q1营业收入、净利润增长区间分别为35-55%、20-45%。
- **对比剂及降糖药保持高速增长。** 2014年营业收入和净利润约为4.4亿元和0.87亿元, 同比增长32.7%和31.5%。我们预计2015年收入及净利润增长超过50%。
(1) 九味镇心颗粒销售收入超过5000万元, 同比增长约40%, 该产品为治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂, 品牌优势明显。随着后期进入国家、地方医保, 产品放量将加快, 预计2015年将超过7000万元; (2) 降糖药2014年约为2200万元, 同比增长90%以上, 该产品处于高速增长阶段, 成长空间大, 2015年预计将超过3000万元; (3) 对比剂在2014年上半年主要消化发改委调价带来的降价影响, 但下半年增速快, 全年增速约30%, 2014年收入约为3.4亿元, 2015年预计将超过4.3亿元。且我国人均CT和MRI保有量远低于发达国家, 增长空间巨大将促进对比剂市场扩容。
- **外延并购跨入肿瘤检测和治疗领域。** 公司已通过股权收购的方式分别获得中美康士51%股权和南京世和20%股权。
(1) 中美康士是按照美国FDA标准制定了细胞制备质量管理体系和临床治疗流程规范, 已与北京、上海等重点城市的40家三甲医院肿瘤科建立了战略合作关系, 在3年内将扩大到100家医院。我们预计2014年收入为8000万元, 净利润约2500万元, 若按照业绩承诺要求, 2015-2016年净利润分别为2600万元、3800万元。公司拥有中美康士51%的股权, 其他49%股权中包括了中美康士团队的股权激励, 我们预计公司有足够动力达到业绩承诺要求; (2) 南京世和主要是做癌症基因检测, 核心产品世和1号可对已知的382个致癌基因全长进行测序, 与上一代基因检测相比具有精准度高、高通量、周期短等优势。在2014年开展的基因测序例数已超过1000例, 预计2015-2016年将分别达到1500例、4000例, 若按照每例医院收费15700元, 预计该业务在2016年收入将超过6000万元。如后期公司开展产筛业务, 收入将进一步增加。
- **碘帕醇和钆贝葡胺均已申报生产现场检查, 有望于2015年上半年获批。** 碘帕醇是X射线对比剂, 具有显影效果好, 且对血管壁和神经组织毒性低等优点。钆贝葡胺是MRI磁共振造影剂, 是唯一同时具备细胞外液对比剂和肝特异性对比剂特点的产品。两个产品市场上都只有博莱科销售, 2014年样本医院销售额分别约为2.37亿元和0.12亿元。产品很可能冲击首仿, 后期进口替代明显。
- **盈利预测及投资建议。** 我们预计公司在2015-2017年EPS为0.49元、0.65元、0.86元, 对应市盈率为51倍、39倍、29倍, 由于公司核心产品增速较快, 净利润三年复合增长率超过40%。且通过外延式并购积极布局肿瘤免疫细胞诊疗、基因测序等前沿的生物技术, 前景看好。给予其60倍估值, 对应目标价位29.4元/股, 首次给予“买入”评级。
- **风险提示。** 药品降价风险、并购企业整合不达预期风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	439.98	684.26	897.62	1165.66
增长率	32.68%	55.52%	31.18%	29.86%
归属母公司净利润(百万元)	86.77	152.68	201.18	267.61
增长率	31.52%	75.96%	31.77%	33.02%
每股收益EPS(元)	0.28	0.49	0.65	0.86
净资产收益率ROE	14.13%	20.13%	22.18%	24.24%
PE	90	51	39	29
PB	11.77	9.86	8.34	6.92

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: 021-50755297

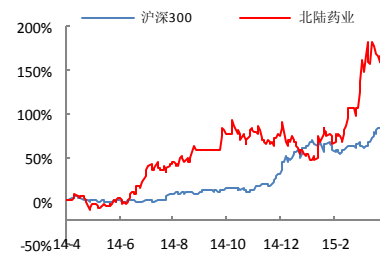
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@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)	3.11
流通A股(亿股)	2.47
52周内股价区间(元)	8.47-27.98
总市值(亿元)	78.44
总资产(亿元)	9.07
每股净资产(元)	2.00

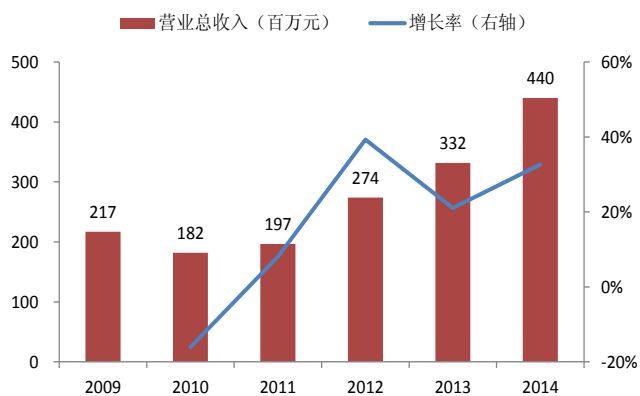
相关研究

一、对比剂及降糖药保持高速增长

公司是我国对比剂行业的市场领先者，长期专注于对比剂系列产品的研发、生产及销售，并形成了在对比剂领域独有的核心竞争优势。公司在药品领域推出了抗焦虑药九味镇心颗粒及降糖药瑞格列奈片和格列美脲片，并在 2014 年投资中美康士及南京世和，将业务向肿瘤免疫治疗和基因检测领域延伸。

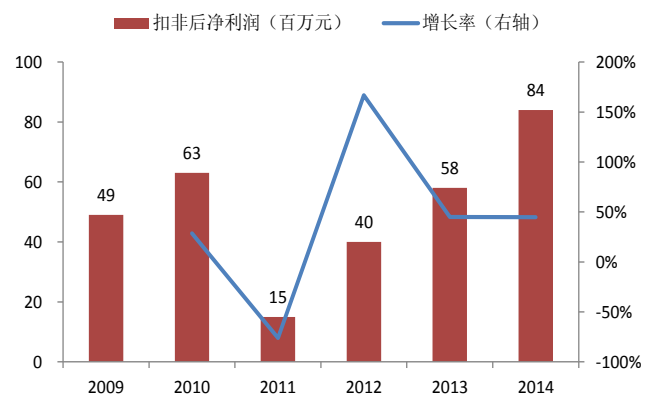
2014 年营业收入、归属上市公司净利润、扣非后净利润分别为 4.4 亿元、0.87 亿元、0.84 亿元，分别同比增长 32.7%、31.5%、33.2%。对比剂增长稳定约为 20%，降糖药由于 2013 年下半年和 2014 年度各地招标中陆续中标，使得 2014 年销售收入增加，同时中美康士并表 2790 万元也增加了当期收入。

图 1：公司营业收入增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券

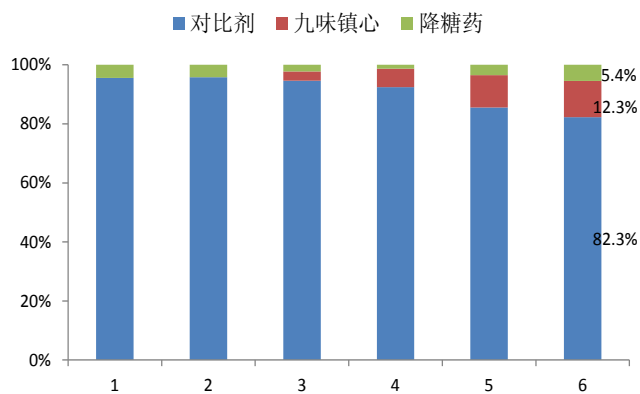
图 2：归属母公司净利润增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券

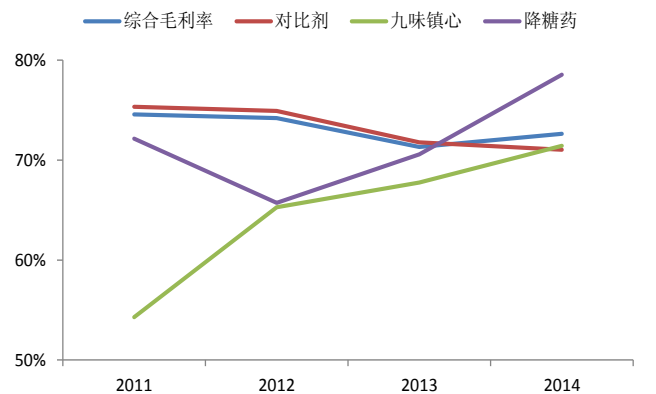
从产品结构来看，随着九味镇心颗粒和降糖药逐渐放量，销售占比逐渐提升。2014 年上半年，对比剂、九味镇心和降糖药的销售占比分别为 83.2%、11.6%和 4.5%。2014 年全年的占比则变化为 82.3%、12.3%、5.4%。从毛利率来看，对比剂市场竞争激烈导致毛利率略有下滑，而九味镇心和降糖药则随着产品放量而导致毛利率提高，并带动公司整体毛利率提升，使得 2014 年产品整体毛利润约为 72.6%。

图 3：主营业务占比变化趋势



数据来源：公司公告，西南证券

图 4：主营业务产品毛利率变化趋势



数据来源：公司公告，西南证券

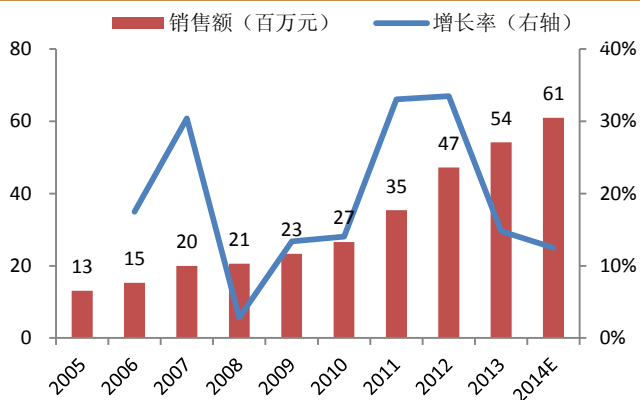
（一）新一轮医保招标有望推动九味镇心颗粒放量

九味镇心颗粒是国内第一个、也是目前唯一一个批准用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂。与目前市场主流的抗焦虑西药相比，具有疗效显著、毒副作用轻微、无依赖性、无戒断性、可以长期用药等优点。九味镇心颗粒为二级中药保护品种，公司具有7年独家生产权。

焦虑患者数量十分庞大，但大多数患者尚未意识到自己患有焦虑症。《焦虑症的出口（A Way Out of Anxiety）》调查发现，每4人当中就有1人会在一生中某阶段患上某类型的焦虑症。根据PDB样本医院数据显示，2014年抗焦虑药销售预计为6100万元，同比增长12%，2011-2014年期间的年均复合增长率为20%，预计抗焦虑药的实际市场规模已超过5亿元。随着疾病意识和诊疗率提高，抗焦虑药市场还会有广阔的增长空间。

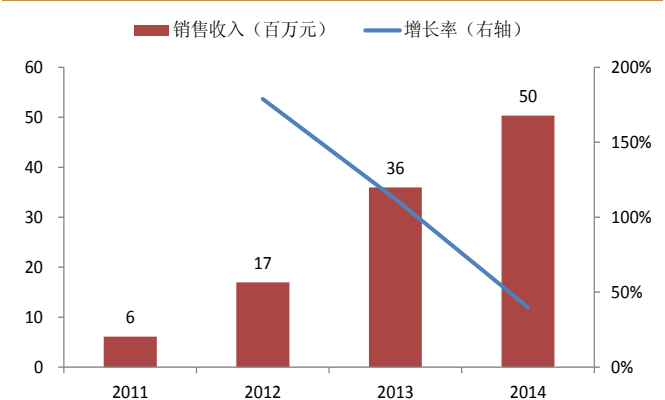
九味镇心颗粒的营业收入从2011年的600万元提高到2014年的6300万元左右，年复合增长率为119%，可以该产品增速远高于抗焦虑药市场，处于高速增长阶段。

图 5：抗焦虑药样本医院销售额增长趋势



数据来源：PDB，西南证券

图 6：九味镇心颗粒销售收入增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券

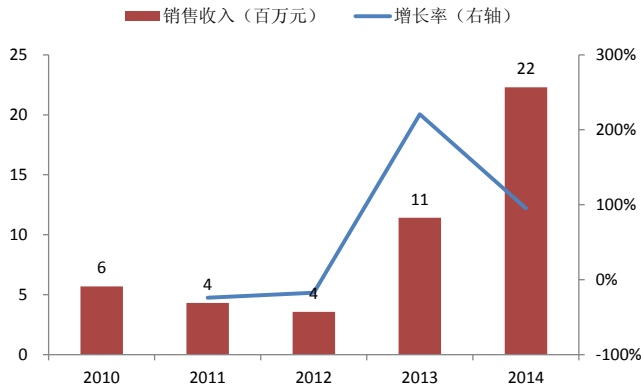
九味镇心颗粒的销售采用自营和代理相结合的模式，在经济相对发达的北京、广东、天津、浙江、江苏等重点市场采取自营模式，自营团队已扩大到70多人，市场推广能力不断增强；而在经济相对落后的非重点市场则采用代理销售，迅速实现产品放量。另外，公司还与多家医疗机构开展科研合作，充分验证九味镇心颗粒的有效性，通过专业的学术活动树立九味镇心颗粒治疗焦虑症的中药品牌形象、培育市场，提高产品的知名度和影响力。

九味镇心颗粒已进入北京、山西等地的地方医保目录，随着后期进入国家以及其他的地方医保，该产品放量将加快，我们预计2015年收入将超过7000万元。

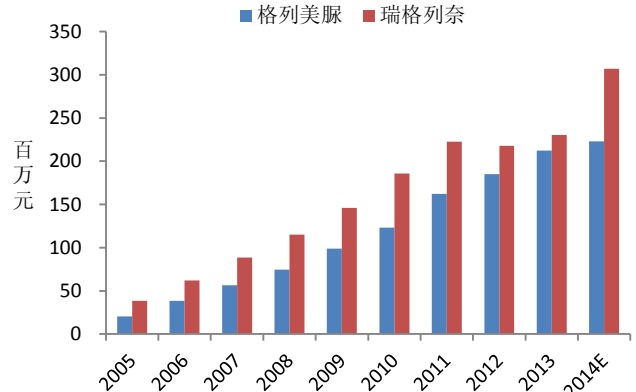
（二）降糖药市场空间大，维持可持续高速增长

2013年我国糖尿病临床用药市场规模已达174亿元。考虑到我国的糖尿病的诊疗率低，2013年预计60%的患者未接受诊断，23%未接受治疗，11%未达到疗效，只有6%达到预期疗效，可见降糖药的市场规模还有巨大增长空间。

公司目前推出的降糖药有瑞格列奈、格列美脲。根据PDB样本医院数据显示，样本医院格列美脲和瑞格列奈销售额在2014年约为3亿元和2亿元，可见两个药物的实际市场规模均不低于10亿元。

图 7：公司降糖药营业收入增长趋势


数据来源：公司公告，西南证券

图 8：格列美脲和瑞格列奈样本医院销售额增长趋势


数据来源：PDB，西南证券

公司的降糖药业务主要采用代理销售模式，成立了专门的产品组，协助代理商进行招投标和学术推广工作。如考虑到糖尿病患者的就诊率上升，公司的降糖药产品还有巨大增长空间，2014年销售额约为2200万元，同比增长超过90%。我们预计降糖药在2015年将超过3000万元。

（三）对比剂储备产品丰富，降价压力消化后增速加快

我国对比剂整体市场规模约为40亿元，主要供应商包括拜耳、GE、博莱科、扬子江、恒瑞和北陆药业等。从CT和MRI的人均保有量来看，我国对比剂市场还有较大的成长空间。发达国家的每百万人CT和MRI保有量在2009年就已达到30台和15台，而我国仅为7.4台和2.1台，就算是到了2013年底也才10台和4.5台左右，与发达国家相比还有巨大的差距。随着我国CT和MRI保有量提升，将给对比剂市场带来显著的扩容效应。且国产对比剂对进口产品的替代将是未来趋势。

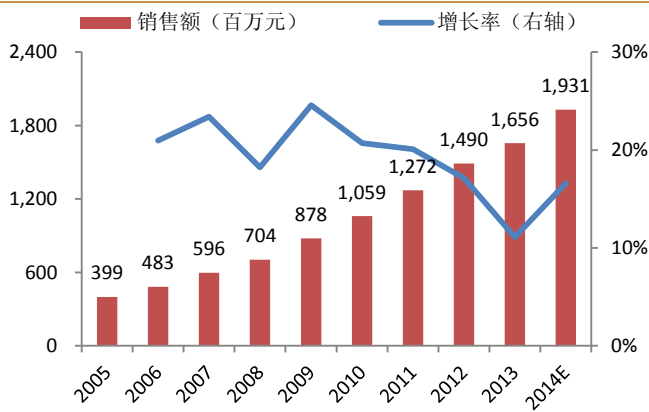
表 1：各国每百万人 CT 和 MRI 保有量比较

国家	每百万人 CT 保有量 (台)	每百万人 MRI 保有量 (台)
日本	97.3	43.1
澳大利亚	38.8	5.9
韩国	37.1	19.0
美国	34.3	25.9
希腊	33.9	21.8
奥地利	29.9	18.0
丹麦	23.7	15.4
芬兰	20.5	16.2
加拿大	13.9	8.0
英国	7.4	5.6
中国*	7.4	2.1

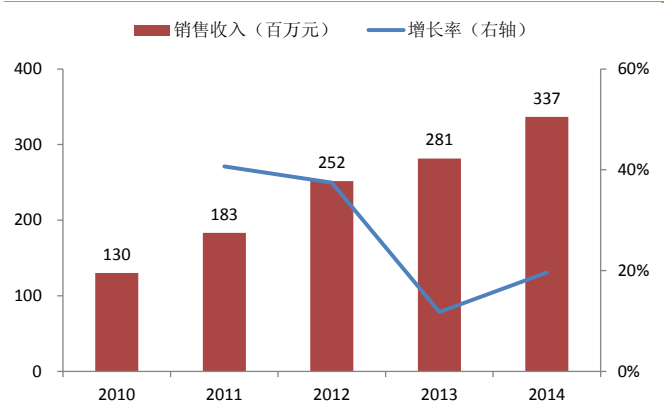
数据来源：文献调研，西南证券（中国数据为上海、浙江、陕西和湖南四省的平均值）

公司的主要对比剂产品包括 X 射线对比剂碘克沙醇和碘海醇，以及磁共振对比剂钆喷酸葡胺。碘克沙醇最新获批了 100ml:32g 规格的产品，与原有的（原规格为 50ml:16g）形成互补，进一步增强了产品竞争力，产品规格更加健全。

如从 PDB 样本医院数据看看，X 射线和磁共振对比剂增长较快，在 2014 年的销售额预计可达到 19.3 亿元，同比增长 17%。而公司生产的对比剂由于需要消化 2013 年下半年降价带来的影响，使得 2014 年上半年收入增长仅为 12%，但在下半年已经恢复高速增长，2014 年全年增速约为 20%。

图 9: 对比剂样本医院销售额增长趋势


数据来源: PDB, 西南证券

图 10: 公司对对比剂营业收入增长趋势


数据来源: 公司公告, 西南证券

除碘克沙醇、碘海醇、钆喷酸葡胺等，公司的研发储备丰富。如申报的碘帕醇和钆贝葡胺均已申报生产现场检查，有望于 2015 年上半年获批。碘帕醇是 X 射线对比剂，其优点包括显影效果好、对血管壁和神经组织毒性低、性质稳定、可用于各种血管造影等。钆贝葡胺是 MRI 磁共振造影剂，也是世界上唯一一个同时具备细胞外液对比剂和肝特异性对比剂特点的产品，安全性更高，性价比也更高。

目前两个产品均为博莱科独家销售，2014 年样本医院销售额预计分别为 2.37 亿元和 0.12 亿元。随着公司申报获批，将凭借价格优势实现进口替代，而且产品还很可能冲击首仿，进一步巩固公司在市场上的地位。

表 2: 公司对对比剂产品线

产品系列	对比剂	2014 年样本医院总销售额	北陆药业市场份额
X 射线对比剂	碘克沙醇	2.4 亿元	极小*
	碘海醇	4.5 亿元	11%
	碘帕醇 (已申报生产)	2.4 亿元	--
磁共振对比剂	钆喷酸葡胺	1.8 亿元	33%
	钆贝葡胺 (已申报生产)	0.1 亿元	--

数据来源: PDB, 西南证券 (*碘克沙醇市场份额较小是因为公司错过了上一轮医保招标)

对比剂主要是在三甲医院使用，公司销售队伍已覆盖约 80% 的三甲医院，实际覆盖率较高。此外，公司还积极开展学术营销促进对比剂销售，如主办及合办上百次学术推广活动，参与 200 多次国际国内会议等。并举办“北陆影像加油站”、“北陆影像大讲堂”等一系列学

术推广活动，普及医学影像诊断知识和诊断规程，整体提高疾病诊断的准确率。这些活动都有助于提升公司的专业学术形象和品牌影响力。

我们认为：公司对比剂产品齐全，储备产品也较多，目标医院覆盖率高。随着我国 CT 和 MRI 保有量增加带来对比剂市场扩容，公司的对比剂业务将迎来快速增长。我们预计对比剂在 2015 年将超过 4.3 亿元。

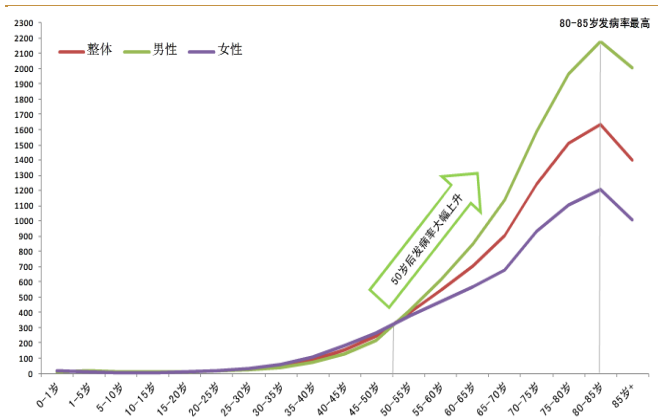
二、外延并购跨入肿瘤检测和治疗领域

目前，公司已通过股权收购的方式分别获得中美康士 51% 股权和南京世和 20% 股权，主营业务分别是肿瘤免疫治疗和肿瘤基因测序检测，借此公司进入了肿瘤治疗领域，带来新的业务增长点。

（一）中美康士打造肿瘤免疫治疗龙头企业

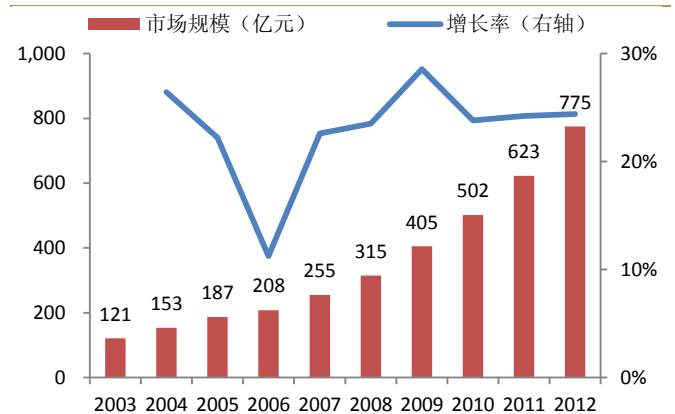
我国肿瘤患者数量庞大，免疫治疗市场前景广阔。据肿瘤统计年报调查，如按照平均寿命 74 岁计算，患恶性肿瘤几率为 22%，且发病率随着年龄增长而升高。我国抗肿瘤药市场销售额预计已经超过 900 亿元，年复合增速约 25% 以上，远高于药品市场整体增速。

图 11：我国肿瘤发病率随年龄增长逐渐升高



数据来源：文献调研，西南证券

图 12：我国抗肿瘤药市场增长趋势

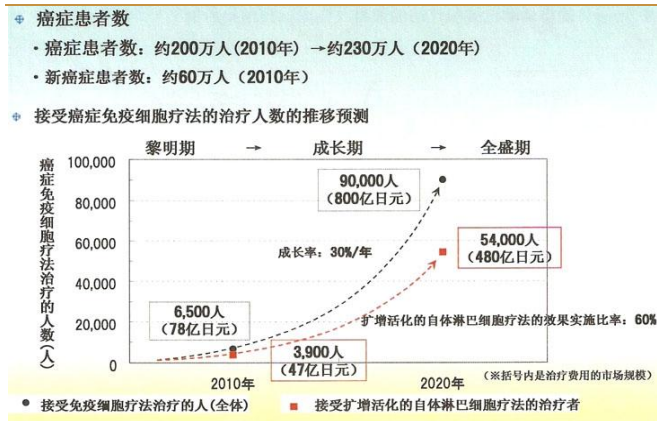


数据来源：中国产业信息网，西南证券

中美康士主要业务为肿瘤免疫治疗，即应用生物技术调节和增强机体免疫防御机制，杀伤或抑制肿瘤细胞，从而实现抑制肿瘤转移和复发。该方法具有安全性、靶向性、无耐药性以及适应症广等优点。

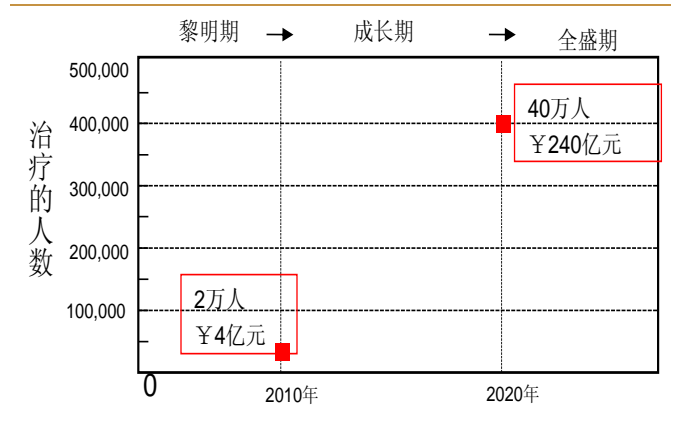
《生物产业发展规划》（2012 年）将抗肿瘤药物、治疗性疫苗、细胞治疗等列为重点支持产业。《科学》杂志将癌症免疫疗法评为 2013 年度全球十大科学突破之首。肿瘤免疫治疗具有广阔的市场前景，诺华、辉瑞、GSK、阿斯利康等知名药企都在积极开展研发和商业应用。根据预测，未来十年癌症免疫治疗药物用于 60% 的晚期癌症患者，有可能会成为潜在的最大药物类别，2023 年销售额将超过 350 亿美元。若癌症免疫细胞疗法年度费用为 6-10 万元/人，每年新增的市场规模约为 300 亿元。癌症免疫细胞疗法年度费用为 6-10 万元/人，每年新增的市场规模约为 300 亿元。

图 13: 日本接受癌症免疫细胞疗法的治疗人数的推移预测



数据来源: 公开信息, 西南证券

图 14: 中国接受癌症免疫细胞疗法的治疗人数的推移预测



数据来源: 公开信息, 西南证券

中美康士为肿瘤免疫治疗的行业龙头，主要业务是向合作医院提供建设符合 GMP 规范的生物治疗实验室技术咨询以及相关技术服务。涵盖了 CIK、DC 瘤苗、DC-CIK、CTL 细胞领域，近期还出资 3000 万元收购纽赛尔生物 75% 的股权，获得微移植技术（该技术是恶性血液病领域的重大突破），将进一步增强中美康士在血液病和肿瘤免疫治疗领域的竞争力。

早在 2008 年 CIK 细胞输注治疗已先后纳入黑龙江、吉林、辽宁、山东、广东、广西、浙江、江苏、陕西、甘肃等地区医保。且 NK 细胞技术、T 细胞靶向技术于 2009 年 6 月被中国卫生部批准为允许临床应用 [卫办医政发 2009 年 84 号] 的第三类医疗技术项目。CIK(是 NK 与 T 的混合体)、CTL (T 细胞) 细胞技术可以归类为此项目，因此不存在着政策上的限制。且中美康士在肿瘤免疫治疗领域拥有独特优势：

- 4 个研发中心为技术研发提供了充足的储备；
- 按质量要求严格，照美国 FDA 标准制定了细胞制备质量管理体系和临床治疗流程规范；
- 运营管理高效，在全国分设 4 个片区、15 个办事处（运营中心）和 19 个实验室，确保及时的技术和销售支持；
- 已与北京、上海等重点城市的 40 家三甲医院肿瘤科建立了战略合作关系，3 年内将扩大到 100 家医院。

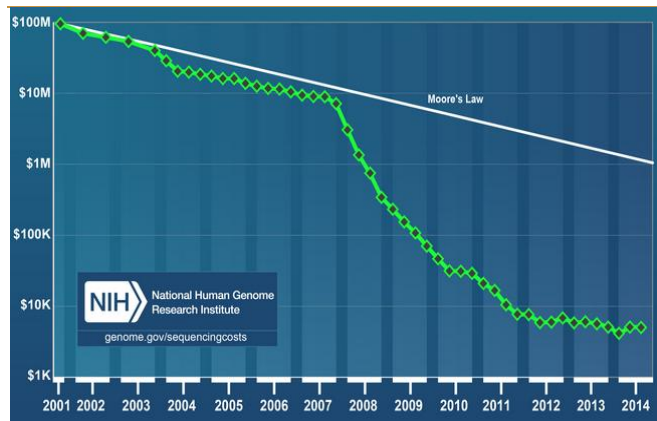
目前，中美康士的主要收入来自给医院提供 CIK 服务，每次收费 2 万元，三次为一个疗程，每周一次，后续将进一步加强和扩展。中美康士 2014 年收入约为 8000 万元，净利润 2500 万元（本次并表收入 2790 万元、净利润约为 775 万元）。目前公司拥有中美康士 51% 的股权，其他 49% 股权中包括了对中美康士团队的股权激励，因此我们认为公司有足够的动力去实现中美康士的净利润承诺（即 2015 年 2600 万元、2016 年 3800 万元）。

（二）南京世和基因测序实力雄厚，瞄准肿瘤和罕见病领域

南京世和的主要业务是高通量基因测序，应用于癌症基因检测、罕见病基因检测、科研测序及合作服务。数据显示，肿瘤化疗的总体有效率约为 30%-40%，而通过基因检测筛选出获益病人，有效率可以提高到 80%。

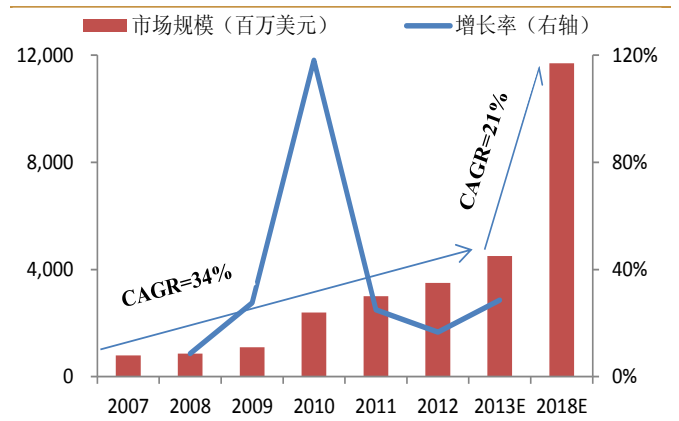
得益于技术高速发展，基因组测序成本迅速降低。2001 年完成基因组测序需要 1 亿美元，2008 年左右降到 100 万元，而到 2014 年 Illumina 公司宣布将基因测序成本降到 1000 亿美元以下。价格下降带来需求迅速释放。BCC Research 预测全球基因测序市场在 2013 年达到 45 亿美元，之后年均复合增长率不低于 20%，2018 年预计将达到 117 亿美元。

图 15: 全基因组测序成本下降趋势



数据来源: NHGRI, 西南证券

图 16: 全球基因测序市场规模增长趋势



数据来源: BCC Research, 西南证券

我国每年新增 300 万癌症患者，保守估计将有 10%-20%适合并有经济能力负担靶向药物的治疗费用，而且随着收入水平提高和新型靶向药物上市，比例还会不断提高。若单人测序不低于 1 万元，则癌症基因测序每年新增的市场规模约为 30-60 亿元。考虑到癌症患者数量已超过 2000 万，则我国癌症基因测序市场规模和潜力应在每年 100 亿元以上，并且会呈逐年快速增长态势。

南京世和在癌症基因检测领域，独立开发癌症分子基因检测产品，并申请了 5 项发明专利（处于申请公布及进入实质审查阶段），具有检测精度高、检测全面、高通量、样本需求少、检测周期短以及全自动生物信息学分析方等优势。

- 已上市的技术有：下一代高通量全景癌症基因检测、视网膜母细胞瘤基因检测
- 已开展的技术有：下一代测序及其他科研合作、健康人癌症预警检测、其他遗传疾病及罕见病基因检测 + 拓展备选分子药物

此外，南京世和而且还完成了数百例癌症科研和临床测序服务，并与多家三甲医院建立战略合作关系。世和 1 号是南京世和开发的核心产品，可对已知的 382 个致癌基因全长进行测序，展现癌症基因突变全景，提供治疗方案和药物选择建议。

表 3: 世和 1 号在癌症基因检测方面的优势

	世和 1 号	上一代传统基因检测
精准度高	世和的技术在单次检测中对每个碱基覆盖 300 次以上，杜绝假阳/阴性结果	技术局限，假阳/阴性错误率高
检测全面	单次检测中同时发现多个基因的多种突变 包括单碱基突变、碱基缺失、碱基插入和基因融合	单次反应只能针对一种突变进行检测，并只能检测一种突变类型
高通量	同时对近 400 致癌基因 进行测序展现所有突变	每次反应只检测单个基因一种突变
样本需求少	只需一次微量 肿瘤样本，并且可以检测手术样本，血液/积液样本，FFPE 石蜡样本等	多次检测导致样本量大，价格高、耗时长
周期短	检测流程高度自动化，十天 提供全面准确报告	多次反复测试，造成耗时长，而且由于技术局限无法提供全面的报告
全自动化的大数据分析方法	实现数据分析的算法优化和分析自动化，快速处理海量病人数据，杜绝人为错误	技术局限无法及时有效处理海量病人数据
时时更新的医学数据库	以 FDA 逾三万份临床数据为基础，报告切实有用，有效帮助医生和病人选择高敏感性的药物	不同实验室的各种报告而造成的信息重复或混乱，无法保证临床数据库的完善性和时效性

数据来源：公开资料

在罕见病基因检测领域，与 Impact Genetics 合作开发市场。Impact Genetics 在全球罕见病基因检测领域的市场占有率排名第一，南京世和与其签订了独家战略合作协议，在国内开展患者教育、医生培训等学术推广活动，从而提升品牌形象和开拓基因测序市场。罕见病基因检测市场潜力巨大，以视网膜母细胞瘤（RB）为例。RB1 基因是 RB 发病的根源，新生儿发生几率约为 1/15000，我国每年有 1000 多名儿童罹患 RB，我国每年的 RB 基因检测市场规模预计超过 2000 万元，但目前还处于市场空白阶段。

南京世和研发实力强，CEO 和技术总监都是加拿大多伦多大学的博士，多名核心成员都拥有专攻癌症的癌症生物学博士和生物信息学博士。南京世和的核心技术流程研发在北美进行，从而充分利用国外优秀人才和尖端设备开发基因测序技术：北美总部位于北美加拿大 MaRS 高新企业孵化园；分部位于美国硅谷；北美总部实验室多伦多大学班廷贝斯特学院；生物信息平台研发实验室则位于斯坦福大学。

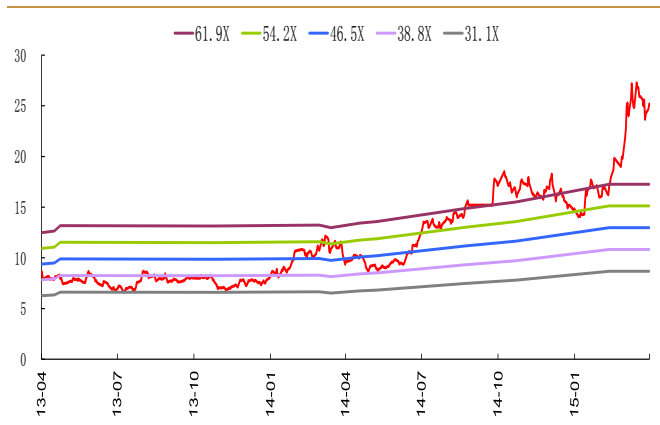
南京世和目前尚未获得基因测序业务试点资格，正在积极申报，现阶段主要是与医院合作对科研合作涉及的癌症及罕见病进行基因测序。2014 年南京世和开展的基因测序例数已超过 1000 例，预计 2015-2016 年将分别达到 1500 例、4000 例，若按照每例医院收费 15700 元，预计该业务在 2016 年收入将超过 6000 万元。如后期公司开展产筛业务，收入将进一步增加。

三、盈利预测及投资建议

我们预计公司在 2015-2017 年 EPS 为 0.49 元、0.65 元、0.86 元，对应市盈率为 51 倍、39 倍、29 倍，估值相对合理。公司的核心产品增速较快，净利润三年复合增长率超过 40%。且通过外延式并购积极布局肿瘤免疫细胞诊疗、基因测序等前沿的生物技术，前景看好。给予其 60 倍估值，对应目标价位 29.4 元/股，首次给予“买入”评级。

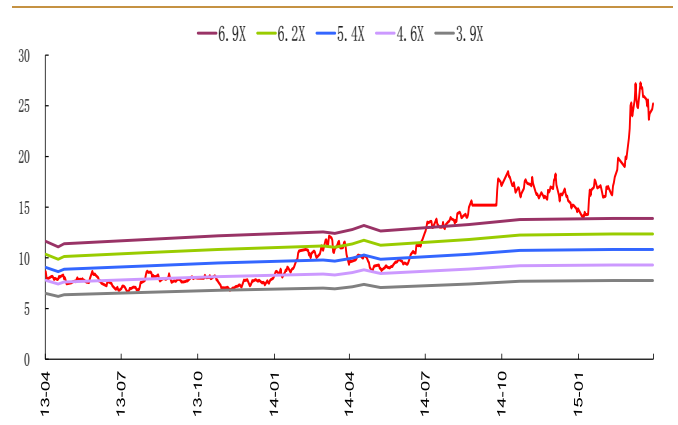
风险提示： 药品降价风险、并购企业整合不达预期风险。

图 17: 公司 PE-Band



数据来源: wind, 西南证券

图 18: 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)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	439.98	684.26	897.62	1165.66	净利润	94.16	160.08	208.58	275.00
营业成本	120.25	183.85	244.76	324.09	折旧与摊销	13.01	21.47	21.47	21.47
营业税金及附加	4.66	7.25	9.51	12.35	财务费用	-5.60	1.59	-0.72	-1.12
销售费用	168.17	246.33	323.14	407.98	资产减值损失	3.11	-3.41	4.15	4.52
管理费用	38.06	54.74	71.81	93.25	经营营运资本变动	-9.50	-55.42	-71.49	-84.30
财务费用	-5.60	1.59	-0.72	-1.12	其他	-53.07	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	3.11	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	42.11	124.31	161.99	215.58
投资收益	-0.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-244.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	62.94	-0.42	0.10	0.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-181.72	-0.42	0.10	0.02
营业利润	111.14	190.49	249.11	329.10	短期借款	60.06	-60.06	0.00	0.00
其他非经营损益	2.84	2.00	1.98	2.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	113.98	192.49	251.09	331.24	股权融资	29.02	0.00	0.00	0.00
所得税	19.81	32.42	42.51	56.23	支付股利	-30.55	-31.12	-63.28	-81.27
净利润	94.16	160.08	208.58	275.00	其他	-19.19	-5.72	0.72	1.12
少数股东损益	7.40	7.40	7.40	7.40	筹资活动现金流净额	39.34	-96.89	-62.56	-80.15
归属母公司股东净利润	86.77	152.68	201.18	267.61	现金流量净额	-100.27	27.00	99.54	135.45
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	145.28	172.28	271.82	407.27	成长能力				
应收和预付款项	176.58	252.43	338.28	442.37	销售收入增长率	32.68%	55.52%	31.18%	29.86%
存货	81.19	124.12	165.25	218.80	营业利润增长率	41.39%	71.40%	30.77%	32.11%
其他流动资产	0.91	1.42	1.87	2.42	净利润增长率	42.73%	69.99%	30.30%	31.85%
长期股权投资	30.68	30.68	30.68	30.68	EBITDA 增长率	46.43%	80.15%	26.37%	29.50%
投资性房地产	19.10	19.52	19.41	19.40	获利能力				
固定资产和在建工程	196.70	177.62	158.53	139.45	毛利率	72.67%	73.13%	72.73%	72.20%
无形资产和开发支出	236.74	234.78	232.81	230.85	三费率	45.60%	44.23%	43.92%	42.90%
其他非流动资产	19.83	19.40	18.97	18.55	净利率	21.40%	23.39%	23.24%	23.59%
资产总计	907.00	1032.25	1237.62	1509.78	ROE	14.13%	20.13%	22.18%	24.24%
短期借款	60.06	0.00	0.00	0.00	ROA	10.63%	10.38%	18.61%	20.07%
应付和预收款项	39.52	56.61	75.15	99.48	ROIC	19.77%	26.85%	31.27%	36.97%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.94%	31.21%	30.06%	29.98%
其他负债	141.10	180.35	221.88	275.98	营运能力				
负债合计	240.67	236.96	297.03	375.46	总资产周转率	57.61%	70.57%	79.09%	84.86%
股本	311.27	311.27	311.27	311.27	固定资产周转率	286.04%	507.84%	776.12%	1207.04%
资本公积	99.13	99.13	99.13	99.13	应收账款周转率	333.97%	353.53%	341.64%	333.90%
留存收益	233.64	355.20	493.11	679.45	存货周转率	174.65%	179.10%	169.17%	168.77%
归属母公司股东权益	623.20	744.76	882.66	1069.00	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.72%	--	--	--
少数股东权益	43.13	50.53	57.92	65.32	资本结构				
股东权益合计	666.33	795.29	940.59	1134.32	资产负债率	26.53%	22.96%	24.00%	24.87%
负债和股东权益合计	907.00	1032.25	1237.62	1509.78	带息债务/总负债	24.95%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.18	3.02	3.21	3.34
					速动比率	1.74	2.34	2.53	2.66
					股利支付率	35.87%	41.45%	40.40%	39.99%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.49	0.65	0.86
					每股净资产	2.14	2.55	3.02	3.64
					每股经营现金	0.14	0.40	0.52	0.69
					每股股利	0.10	0.20	0.26	0.34
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	118.54	213.56	269.86	349.46					
PE	90.40	51.38	38.99	29.31					
PB	11.77	9.86	8.34	6.92					
PS	17.83	11.46	8.74	6.73					
EV/EBITDA	64.87	35.58	27.79	21.07					
股息率	0.40%	0.81%	1.04%	1.36%					

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