

内外兼修，蓄势待发

- 利空出尽，15年业绩有望反转上升。**岳阳兴长14年营业利润、净利润较上年同期分别减少44.52%和35.04%，主要原因是受到国际油价大幅下跌，主要产成品价格跌幅超过原材料跌幅而导致毛利率下降，以及当期公司主要生产装置停工检修。15年油价有望触底回升，而公司检修也已完成，岳阳兴长15年业绩有望利空出尽，进入上升通道。
- 中石化控股平台，国企改革预期强劲。**岳阳兴长第一大股东为中国石化集团资产经营管理有限公司，属中石化分支，主要产品也是供应给长岭股份分公司。随着石化行业国企改革的预期加强，公司也将积极投身到国企改革的潮流之中，引入民营资本，增强企业治理效率，更好地利用公司资源优势和区域优势，打开企业想象空间可期。
- 参股生物疫苗，“一类新药”试生产。**我国肠胃疾病发病率高达两成，按13.6亿人口计算，接近3亿胃病患者。而根据流行病学的调查数据显示，目前我国有超过50%，约7亿人感染了幽门螺杆菌。按年消费人均大约在1000元左右，估计显性市场空间3千亿，隐形市场空间更是达到7千亿左右。幽门螺杆菌不易杀灭，基本治疗方法主要是医院手术，但后续又有再次感染的风险。参股子公司芜湖康卫采用内佐剂研制幽门螺杆菌疫苗取得了成功，并于2009年获得“一类新药”证书，成为世界上第一个胃病疫苗类新药证书。时至今日，芜湖康卫厂房设备施工已完工，目前正在工艺转移试验，管理层预计2015年6月有望完成试生产。该类新药的产能建设分别取得了“国家战略性新兴产业发展专项资金计划”国拨资金2400万元和安徽省战略性新兴产业发展引导资金项目500万元支持。新药投产后，公司业绩有望大幅提升，促进公司转型与发展。
- 盈利预测及投资建议：**预计公司2015年-2017年EPS分别为0.25元、0.46元和0.66元，对应的PE分别为180倍、96.1倍和67倍。我们认为胃病市场空间巨大，达千亿级别，公司参股子公司口服幽门螺杆菌胃药疫苗预计今年投产，将显著提升公司业绩。另外公司国企改革预期强烈，具有资产注入预期，给予“买入”评级。
- 风险提示：**传统业务市场不景气的风险，生物疫苗项目低于预期的风险。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1460.87	1604.51	1770.06	1955.15
增长率	-24.09%	9.83%	10.32%	10.46%
归属母公司净利润(百万元)	40.57	57.63	107.71	154.27
增长率	-35.04%	42.04%	86.90%	43.22%
每股收益EPS(元)	0.17	0.25	0.46	0.66
净资产收益率ROE	5.44%	9.30%	14.50%	17.45%
PE	255.23	179.69	96.14	67.13
PB	15.43	14.24	12.42	10.61

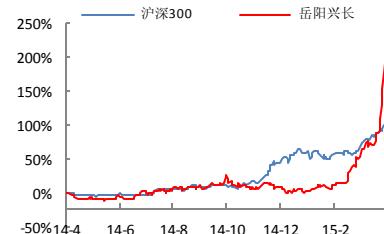
数据来源: wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执证编号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪
执证编号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxd@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	2.34
流通A股(亿股)	2.34
52周内股价区间(元)	14.06-44.18
总市值(亿元)	104
总资产(亿元)	7.76
每股净资产(元)	2.72

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	1460.87	1604.51	1770.06	1955.15	净利润	36.49	67.63	120.91	170.27
营业成本	1340.97	1452.11	1580.51	1728.82	折旧与摊销	24.25	22.11	23.51	24.97
营业税金及附加	6.40	7.03	7.76	8.57	财务费用	-10.38	0.18	0.19	0.21
销售费用	14.12	16.05	17.70	19.55	资产减值损失	-1.86	-1.78	2.86	2.96
管理费用	61.66	72.20	81.42	91.89	经营营运资本变动	0.85	-7.39	1.67	1.06
财务费用	-10.38	0.18	0.19	0.21	其他	9.89	-36.00	-90.00	-136.00
资产减值损失	-1.86	-1.78	2.86	2.96	经营活动现金流净额	59.22	44.74	59.14	63.47
投资收益	-1.41	36.00	90.00	136.00	资本支出	-45.78	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-309.38	0.42	1.19	0.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-355.16	-39.58	-38.81	-39.13
营业利润	48.55	94.72	169.61	239.14	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.91	0.67	0.93	1.01	长期借款	16.00	40.00	40.00	40.00
利润总额	51.46	95.39	170.53	240.15	股权融资	21.31	0.00	0.00	0.00
所得税	14.97	27.76	49.62	69.88	支付股利	-10.65	-11.61	-14.27	-28.05
净利润	36.49	67.63	120.91	170.27	其他	-17.46	15.82	19.81	19.79
少数股东损益	-4.09	10.00	13.20	16.00	筹资活动现金流净额	9.20	44.22	45.54	31.73
归属母公司股东净利润	40.57	57.63	107.71	154.27	现金流量净额	-286.75	49.38	65.87	56.08
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	387.88	437.25	503.12	559.20	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
应收和预付款项	19.06	29.59	32.39	35.57	成长能力				
存货	27.46	28.81	31.38	34.35	销售收入增长率	-24.09%	9.83%	10.32%	10.46%
其他流动资产	13.62	14.96	16.50	18.23	营业利润增长率	-44.52%	95.09%	79.06%	40.99%
长期股权投资	38.81	73.81	162.81	297.81	净利润增长率	-39.33%	85.36%	78.78%	40.82%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-37.92%	87.47%	65.22%	36.73%
固定资产和在建工程	215.05	234.90	253.35	270.34	获利能力				
无形资产和开发支出	45.29	43.53	40.76	38.00	毛利率	8.21%	9.50%	10.71%	11.58%
其他非流动资产	28.89	28.28	26.88	25.81	三费率	4.48%	5.51%	5.61%	5.71%
资产总计	776.05	891.13	1067.20	1279.31	净利率	2.50%	4.22%	6.83%	8.71%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	5.44%	9.30%	14.50%	17.45%
应付和预收款项	71.70	73.64	81.80	90.21	ROA	8.27%	4.70%	10.65%	15.91%
长期借款	16.00	56.00	96.00	136.00	ROIC	8.57%	19.90%	32.84%	43.73%
其他负债	17.35	34.46	55.74	77.21	EBITDA/销售收入	4.27%	7.29%	10.92%	13.52%
负债合计	105.05	164.10	233.53	303.43	营运能力				
股本	234.39	234.39	234.39	234.39	总资产周转率	1.94	1.92	1.81	1.67
资本公积	82.71	82.71	82.71	82.71	固定资产周转率	6.85	7.00	7.21	7.48
留存收益	321.32	367.35	460.79	587.00	应收账款周转率	1313.84	1185.12	1049.06	1049.69
归属母公司股东权益	638.43	684.45	777.89	904.11	存货周转率	41.62	51.19	52.12	52.24
少数股东权益	32.57	42.57	55.77	71.77	销售商品提供劳务现金营业收入	65.53%	--	--	--
股东权益合计	671.00	727.02	833.66	975.88	资本结构				
负债和股东权益合计	776.05	891.13	1067.20	1279.31	资产负债率	13.54%	19.33%	23.25%	26.02%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	带息债务/总负债	15.23%	43.02%	54.33%	60.44%
EBITDA	62.41	117.01	193.32	264.33	流动比率	5.03	4.42	3.97	3.64
PE	255.23	179.69	96.14	67.13	速动比率	4.72	4.15	3.73	3.42
PB	15.43	14.24	12.42	10.61	股利支付率	26.26%	17.09%	18.10%	23.31%
PS	7.09	6.45	5.85	5.30	每股指标				
EV/EBITDA	159.75	85.27	51.58	37.74	每股收益	0.17	0.25	0.46	0.66
股息率	0.10%	0.11%	0.14%	0.27%	每股净资产	2.86	3.15	3.53	3.93
					每股经营现金	0.25	0.24	0.28	0.28
					每股股利	0.05	0.05	0.07	0.10

数据来源：wind, 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	上海地区	深圳地区	
王亚楠	罗月江	刘娟 (地区销售总监)	易芳
010-57631295	021-50755210	0755-83288793	0755-88285458
13716334008	13632421656	18665815531	18610942879
wangyanan@swsc.com.cn	lyj@swsc.com.cn	liuj@swsc.com.cn	yifang@swsc.com.cn
陆铂锡		张婷	罗聪
010-57631175		0755-88286971	0755-88286972
13520109430		13530267171	15219509150
lbx@swsc.com.cn		zhangt@swsc.com.cn	luoc@swsc.com.cn