

人福医药 (600079): 加速布局医疗产业, 15 年目标破百

“推荐”评级

2015 年 5 月 5 日

报告要点:

➤ 药品主营稳健, 2015 一季度业绩超预期:

人福医药 2014 年, 公司实现营业收入 70.52 亿, 同比增长 17.33%, 实现扣非净利润 4.27 亿元, 较上年同期增加 8.14%。2015 年公司计划通过加速推进医疗服务行业布局, 加快国际化进程, 提升主营业务销售收入实现业绩提升。2015 年第一季度, 公司营业收入达 21.342 亿元, 同比增长 32.81%, 实现扣非净利润 1.31 亿元, 同比增长 46.91%, 2015 年人福有望实现拐点式增长。

➤ 主导麻醉精神药品市场, 扩大体外诊断试剂领域

2014 年宜昌人福实现净利润 4.87 亿元, 其中麻醉镇痛药物销售额达 15.29 亿元, 占宜昌人福营收额的 84.5%。麻醉镇痛药物是公司的核心业务, 其中芬太尼类麻醉镇痛药物是宜昌人福的核心竞争优势, 三个芬太尼类药物 2014 年销售额达 14.6 亿元, 竞争环境良好, 主导国内麻醉镇痛药物市场。2014 年 11 月收购杭州诺嘉, 延伸公司诊断试剂产业链, 提升持续盈利能力。北京医疗和杭州诺嘉是罗氏诊断产品在中国市场两大产品经销商。收购诺嘉引进 BD 产品进入湖北、北京等市场扩大医疗器械市场范围。预计北京医疗为公司贡献 1.7 亿元净利润, 杭州诺嘉贡献净利润 1600 万元。

➤ 定增补充并购基金, 加速医疗外延布局, 打通医疗-医药大健康产业

2015 年 3 月, 公司定增筹资 25.5 亿元, 用于改善财务状况、补充公司流动资金, 提高公司产业并购能力。目前公司出资 4 亿元成立两家医疗服务管理公司, 管理已收购的钟祥市人民医院和老河口市第一医院, 公司形成清晰的医药及医疗协同发展的医疗服务发展模式, 规划建立药品-药品供应链-医院医疗服务-移动医疗的完整医疗服务产业链, 实现公司业绩持续增长。公司规划 3-5 年内至少布局 20 家医院, 大规模加速医疗布局。

➤ 15-16 年公司 EPS 预计分别为 0.96/1.12 元。

预测人福医药 15-16 年 EPS 为 0.96/1.12 元, 4 月 30 日股价对应市盈率为 40.57/34.78。2015 年公司营收 90.61 亿元, 实现归属母净利润 5.08 亿元。考虑到公司核心资源宜昌人福在麻醉精神药物中的市场领导地位及公司积极布局医疗产业的战略预期, 给予人福医药“推荐”评级。

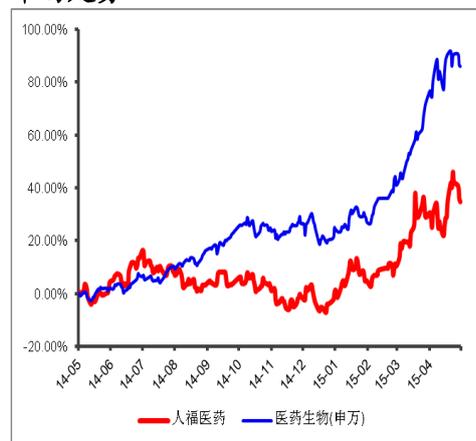
证券分析师—许希晨

执业资格证书: S0600512080001
021-63123162
jenny1727@gmail.com

证券分析师—洪阳

执业资格证书: S0600513060001
0512-62938572
Hongyang614@gmail.com

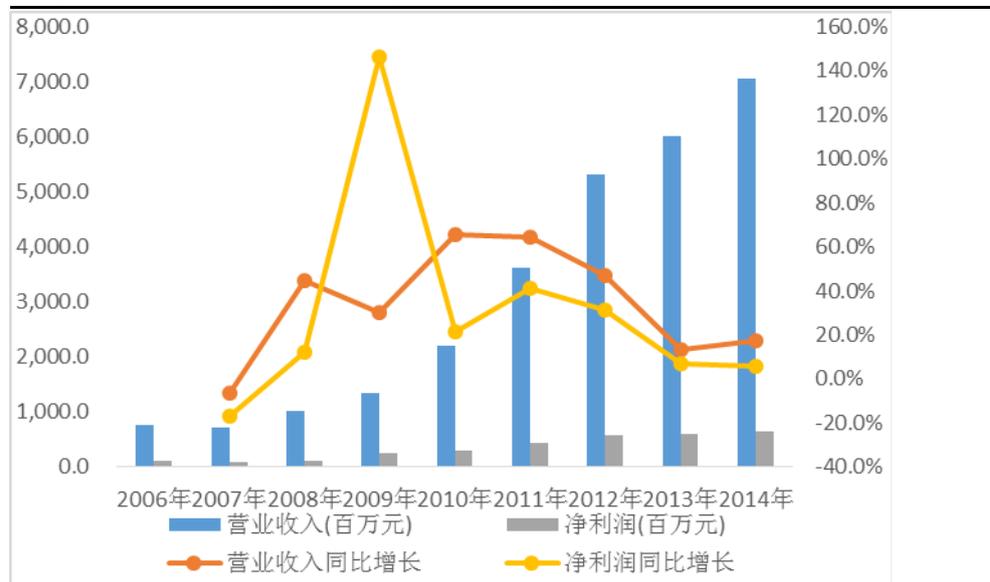
市场走势



一、药品主营稳健，2015 计划营收破百亿，净利增长拐点可期

人福医药 2014 年，公司实现营业收入 70.52 亿，同比增长 17.33%，实现扣非净利润 4.27 亿元，较上年同期增加 8.14%。2015 年公司计划通过加速推进医疗服务行业布局，加快国际化进程，提升主营业务销售收入实现业绩提升。而 2015 年第一季度，公司营业收入达 21.342 亿元，同比增长 32.81%，实现扣非净利润 1.31 亿元，同比增长 46.91%。2015 年一季度业绩超预期的主要原因是公司增持的天风证券盈利大幅提升，公司医药主营的增长主要来自宜昌人福、医药商业及诊断试剂(北京巴瑞及杭州诺嘉的并表)。基于公司良好的规划，2015 年公司计划实现营业收入突破 100 亿，维持产品综合毛利率在 36% 以上，实现业绩的拐点式增长。

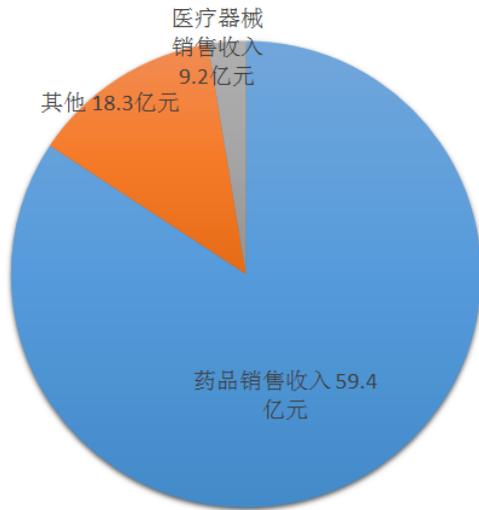
图表 1: 2006-2014 年人福医药营业收入及净利润



资料来源：人福医药 2006-2014 年年报，东吴证券研究所

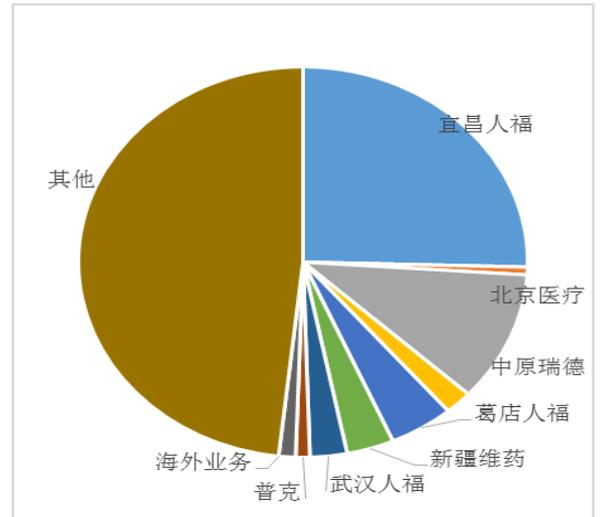
2014 年公司主营业务药品销售额为 59.44 亿元，总营收的 84.3%，药品销售实现毛利 25.01 亿元，公司医疗器械（包括诊断试剂）销售额 9.25 亿元，占总营收的 13.11%。公司深耕医药主业、拓展医药商业业务，坚持做医药行业细分市场的领导者，目前公司在麻醉镇痛药物、维族药物等市场占领导地位，同时也是罗氏诊断试剂的重要代理商。其中宜昌人福所销售的麻醉镇痛药物市场份额巨大、毛利润丰厚，2014 年宜昌人福药品销售额达 18.10 亿（其中麻醉镇痛药物 15.29 亿元），占总营收的 21.68%，实现净利润 4.87 亿元，占公司总净利润的 76.7%。而公司第二大收入来源是诊断试剂的销售，北京医疗和杭州诺嘉(2014 年 11 月并表)2014 年分别为公司贡献 7.68 亿元和 4588.47 万元，合计占总营收的 11.55%。

图表 2: 2014 年人福医药营业构成



资料来源: 人福医药公告, 东吴证券研究所

图表 3: 2014 年人福医药子公司营业收入占比

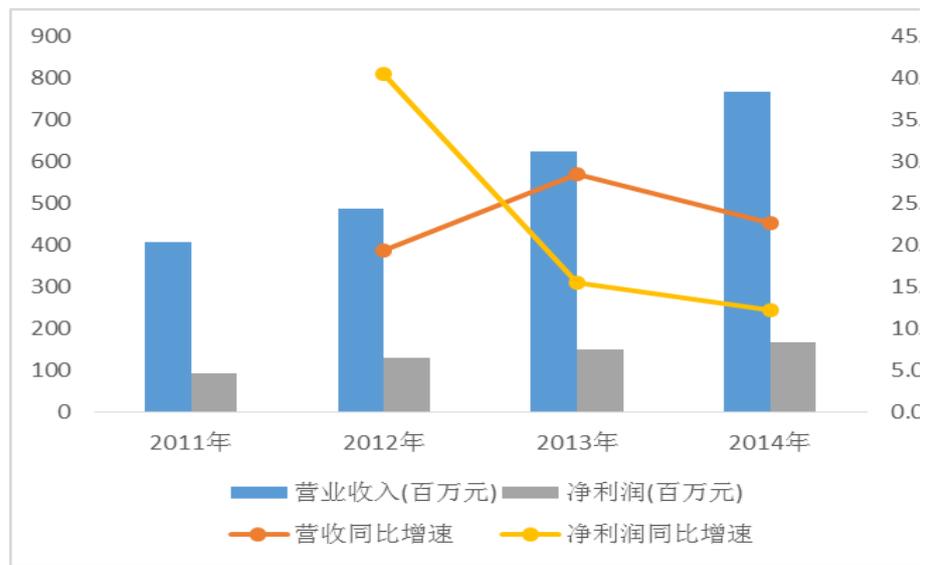


资料来源: 人福医药公告, 东吴证券研究所

二、麻醉精神药物的细分领域领导者宜昌人福

宜昌人福是国家定点麻醉镇痛药品生产研发企业, 目前宜昌人福主要产品有枸橼酸芬太尼原料及制剂、国家二类新药盐酸瑞芬太尼原料及制剂、国家三类新药枸橼酸舒芬太尼原料及制剂、国家三类新药盐酸氢吗啡酮原料及制剂和二类精神药品咪达唑仑原料及制剂等 200 多个产品。宜昌人福(公司持股 67%)是公司的核心资源, 2014 年宜昌营业收入为 18.09 亿元, 同比增长 6.17%, 实现净利润 3.04 亿元。从 2013 年开始, 宜昌人福增速略有放缓, 其主要原因是由于麻醉镇痛药物的增长放缓, 部分车间需进行改造导致财务费用增加, 同时新增加 3000 万的研发费用也使得宜昌人福 2014 年净利润下降。

图表 4: 2011-2014 年宜昌人福医药营业收入及净利润增长一览



资料来源: 人福医药 2010-2014 年年报, 东吴证券研究所

2015年宜昌人福的的营收和利润将进一步提升。2014年宜昌人福麻醉镇痛药物销售额达15.29亿元，占宜昌人福营收额的84.5%，是公司的核心业务。其中芬太尼类麻醉镇痛药物是宜昌人福的核心竞争优势，三个芬太尼类药物2014年销售额达14.6亿元。目前国内芬太尼和瑞芬太尼主要竞争企业只有国药廊坊和恩华制药，而舒芬太尼国内主要竞争企业只有德国IDT，国内宜昌人福有完整的芬太尼类药物产品线，因而有良好的竞争环境。

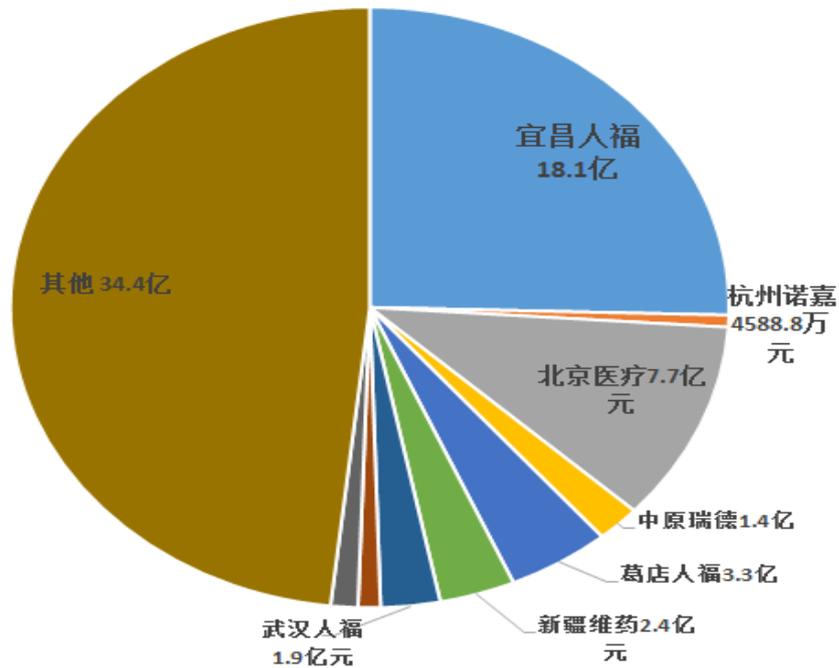
图表 5: 宜昌人福产品线

	药品名称	注册/管制分类	竞争企业	备注(医保及出厂价)
成 熟 产 品	枸橼酸芬太尼	6类药物	国药廊坊、恩华药 业	国家基本药物目录、医 保甲类, 31.47元 (0.1mg: 2ml × 10支/盒)
	盐酸瑞芬太尼	2类新药	国药廊坊、恩华药 业	医保乙类, 102.8元(2mg/瓶)
	枸橼酸舒芬太 尼	3类新药	德国 IDT	医保乙类, 63.15元(100ug/2ml/支)
	盐酸氢吗啡酮	3类新药	独家	未进医保
	咪达唑仑	2类精神药品	恩华、罗氏制药、 Hexal 制药	医保甲类 5.4元(2mg/2mL)
	纳布啡	3类药物	独家	未进医保
在 研 产 品	阿芬太尼	3类新药	麻醉性镇痛	生产审评中
	磷丙泊酚钠	1类新药	全麻	III 期临床试验中
	异氟烷注射液 (乳剂)	化药 2类	全麻	II 期临床试验中

资料来源: 人福医药公告, 东吴证券研究所

2014年, 公司芬太尼市场占有率28.6%, 产品销售额1.4亿, 较去年同期减少2千万元, 主要原因是公司自身产品瑞芬太尼和舒芬太尼的替代效应; 2014年, 瑞芬太尼市场占有率99.8%, 销售额达6亿元, 同比下降6.3%, 主要原因是药品市场相对饱和; 而舒芬太尼2014年销售额达7.2亿元, 增速达41.2%; 纳布啡和宜昌人福其他普药业务2014年销售额分别为500万元、2.8亿元。2015年随着宜昌人福出口业务车间改造的完成, 公司的产能跟上财务费用将相应减少, 合并公司麻醉精神药物在新科室的学术营销扩展, 宜昌人福2015年销售收入有望突破20亿元。

图表 6：2014 年宜昌人福各产品销售额一览

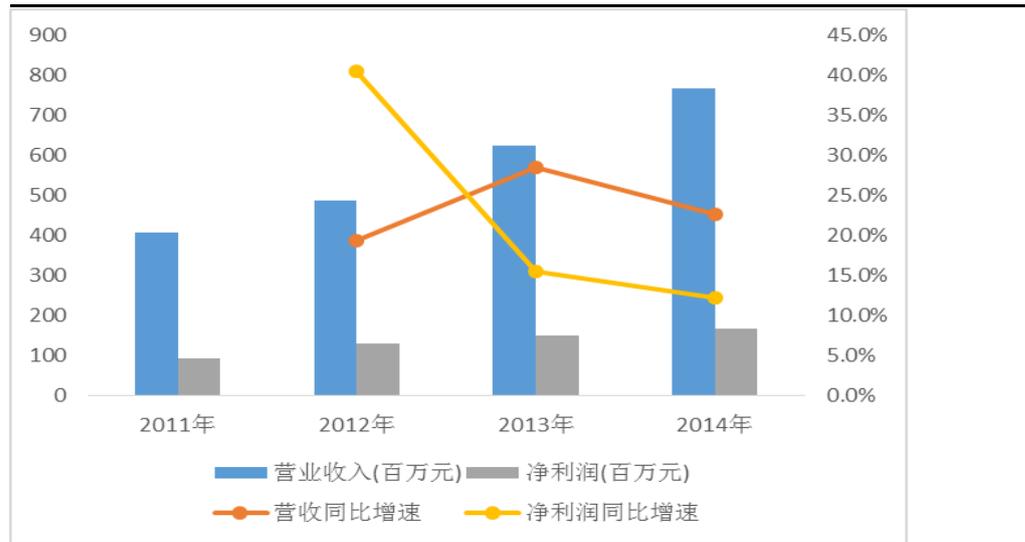


资料来源：人福医药 2010-2014 年年报，东吴证券研究所

三、收购杭州诺嘉，延伸公司诊断试剂产业链，提升持续盈利能力

2012 年公司用募集的 7.76 亿元收购北京医疗 80% 的股权，公司以此进入体外试剂诊断行业。北京医疗是罗氏诊断产品在中国市场最大的产品经销商，目前北京医疗重点布局了北京地区 50 家三甲级别医院，北京医疗主要经销上海罗氏的生化免疫诊断产品、分子诊断产品、应用科学系列产品和组织病理系列产品，以及思达高的血凝系列产品。2014 年北京医疗销售额 7.68 亿元，同比增长 22.69%，实现净利润 1.68 亿元，同比增长 12.2%。

图表 7: 2011-2014 年北京医疗营收及净利润一览



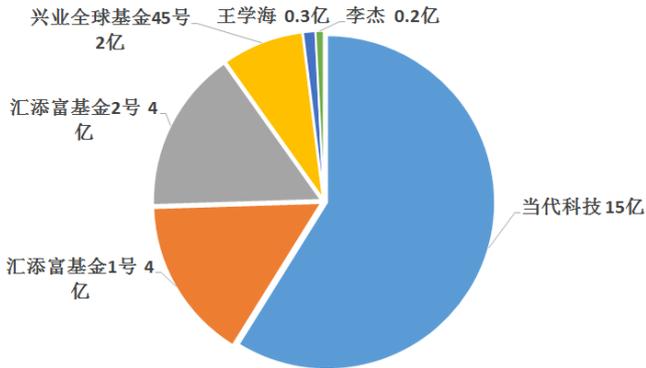
资料来源: 人福医药 2010-2014 年年报, 东吴证券研究所

2014 年公司寻求扩大医疗诊断业务, 公司以 1.2 亿元收购杭州诺嘉医疗 80% 的股份。杭州诺嘉是罗氏诊断试剂在华东地区的第二大代理商, 同时也是 BD 医疗、Stago 公司华东地区的重要代理商。杭州诺嘉主营产品是罗氏诊断产品、STAGO 诊断产品、BD 公司真空采血产品。2014 年 11 月 20 日至 2014 年年底, 杭州诺嘉销售额达 4588.5 万元。2015 年杭州诺嘉承诺实现净利润 1500 万元。我们估计杭州诺嘉 2015 年将为公司贡献营业收入 8 千万元收入, 贡献净利润超过 1500 万元。未来人福通过诺嘉与 BD 建立合作关系, 引进 BD 产品进入湖北、北京等市场, 杭州诺嘉的收购将有利于北京医疗的业绩提升。预计 2015 年北京医疗销售收入可达到 8 亿元。

四、定增改善财务状况、补充流动资金, 提高公司发展并购能力

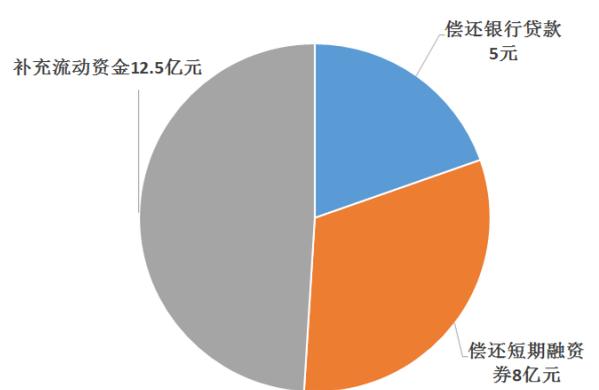
2015 年 3 月, 公司发布定增公告, 本次非公开发行以 22.32 元/股的价格发行约 1.14 亿股, 共募集资金 25.5 亿元, 扣除发行费用实际募集资金 25.14 亿元, 定增发行的股票将在发行后 36 个月后可解锁。

图表 8: 2015 年人福非公开募集资金组成



资料来源: 人福医药公告, 东吴证券研究所

图表 9: 2015 年人福非公开募集资金使用计划



资料来源: 人福医药公告, 东吴证券研究所

本次非公开发行筹集资金将大幅改善公司资本及财务状况, 提高盈利能力和公司发展潜力。此次定增, 大股东和高管认购 60.8% 股票, 显示高管对公司发展的良好预期。此次定增后, 公司资产负债率将由 47.66% 下降至 30.36%, 公司财务状况得到明显改善, 公司融资成本得以有效降低。定增后公司使用 5 亿元偿还银行贷款及 8 亿元偿还短债后, 公司降低财务费用提升盈利水平, 剩余 12.5 亿元资金将补充作为公司流动资金, 未来公司资本实力提升明显, 满足了公司扩张的资金需求。

五、并购资金充足, 加速医疗服务布局, 大健康产业雏形形成

公司 2014 年下半年开始推进医疗服务行业布局, 先后收购钟祥市人民医院、老河口市第一医院, 并各筹资 2 亿元成立相应医疗管理公司。公司通过和 30-40 家医院接触, 公司确立了区域性深度医疗服务商的规划, 设计清晰的医药-医疗协同发展模式。公司计划深耕湖北省市场, 建立药品生产、药品配送、医疗服务并择时推广移动医疗的完整产业链条。公司定增补充流动资金后, 公司计划未来 3-5 年与 20 家左右的公立医院合作, 逐步进行医疗服务领域的战略布局。

➤ 医疗服务改革趋势: 社会资本全方位参与医疗服务改革

随着新医改的推进, 医院制度的改革也逐步进行。现阶段医疗服务体系的变革主要体现在公立医院改制、国有企业医院改制、民营医院抱团连锁化经营、公私合作机制、特许经营及混合所有制医院改革上。目前公立医院在人才和医保两项关键因素仍然具有主导优势。但在国务院在出台的《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》后, 这种主导地位有望逐步得到改善。该文件提出: “公立医院资源丰富的城市要加快推进国有企业所办医疗机构改制试点; 国家确定部分地

区进行公立医院改制试点。”公有制医院的改革随即进入一个新的阶段。占医疗市场 90% 的公立医院也成为社会资本参与的热点。

图表 10: 部分公立医院 PPP 模式改制盘点

地区/时间	公立医院	社会资本
汕尾/2014	人民医院、妇幼保健院、第三人民医院	中信医疗
贵阳/2014	第二人民医院、第四人民医院	北大医疗
昆明/2010	儿童医院 口腔医院	华润医疗 北大医疗
北京/2010	门头沟区医院	凤凰医疗

资料来源: 21 世纪经济报, 东吴证券研究所

图表 11: 部分企业医院改制案例

改制模式	医疗机构	参与资本
改制托管	北京燕化医院	凤凰医疗
医疗集团	大庆油田总医院	中航医疗
股权转让	淮北矿工总医院	华润医疗
联合共建	北京大学首钢医院 山西晋城大医院	北京大学 晋城市政府
职工持股	武汉市普仁医院	医院员工
整体移交	北京世纪医院	北京市政府

资料来源: 21 世纪经济报, 东吴证券研究所

➤ 医疗服务的盈利模式: 运营依靠供应链, 做大依靠产业链

社会资本多维度参与医院制度改革是一种强劲的趋势。公有医院与社会资本合作后医院可改制为共建营利性医疗机构或共建非营利性医疗机构。营利性医疗机构运营模式较为简明, 社会资本寻求盈利途径也较为多样。而非营利性医疗机构的运营由于受到不能分红等限制, 社会资本寻求回报需要进行多方面的探索。目前社会资本寻求回报主要分为产业链模式和供应链模式。产业链模式主要为依托医院的区域影响力, 布局医疗相关产业如培训中心、康复中心、养老中心等服务于医生和病人。产业链模式具有很高的客户黏性, 在非营利性医疗机构中是非常好的运营模式, 但目前尚未有成熟的样本。

供应链模式目前更为成熟和可操作。供应链主要包括为改制医院提供药品、医疗器械及医用耗材。目前许多医药企业看到医院供应链模式中药品及医疗器械的销售便利, 纷纷参与相关医院的改制。目前, 马应龙、康美药业、三精制药、复星医药、福瑞股份、双鹭药业、信邦制药及人福医药等医药上市公司都有涉足医院产业投资。随着新医改的推进, 药品流通领域的利润空间将被进一步压缩, 供应链模式的利润率也将逐步减少。

图表 12: 目前社会资本参与公立医院改革运营盈利一览

社会资本	运营盈利模式
北大医疗	为医疗机构提供医药、信息化、后勤、医院管理等服务; 对个人提供全生命周期管理如健康管理、康复中心、养老中心等服务
华润医疗	药品采购的供应链管理; IT 服务、融资租赁、医疗建筑设计、咨询管理; 医院管理培训以及医院托管
中信医疗	依托非营利医院, 区域内布局营利性的康复、养老等机构
凤凰医疗	托管+供应链商业模式, 盈利来源于综合医院服务、医院管理服务和供应链

资料来源: 人福医药 2010-2014 年年报, 东吴证券研究所

➤ 他山之石: 信邦制药依托优质医疗资源, 快速布局贵州省

2014 年, 信邦制药通过定增筹资购买科开药业 93.01% 的股份, 科开药业成为信邦制药的控股子公司。科开医药主要有医药业务和医疗业务。其医药业务涉及医院、配送、零售等供应链产业, 科开大药房是其医药商业的优质资源。而贵州省肿瘤医院、安顺医院是科开医药的核心资产。通过此次收购, 信邦成为贵州区域性医疗服务龙头企业, 信邦打通了贯穿医药制造、流通、医疗服务全产业链, 盈利能力有望大幅提升。2014 年信邦制药营业收入 24.76 亿元, 同比增长 334.81%, 实现归属母公司净利润 1.45 亿元, 同比增长 259.79%。2014 年信邦制药医药商业和医疗服务板块营收占比分别为 56.49%、17.92%。信邦制药已充分发挥了医药产业和医疗产业的协同效应, 对可改制成营利性医院的医疗资源如核心资源贵州肿瘤医院, 优化医院管理, 提升经营效率提升盈利水平并统一进行供应链管理; 而改制成非营利性医疗机构的医院则更多依靠供应链管理模式进行运营。

人福医药可参考信邦制药的医疗发展模式, 确立清晰的医药-医疗协同发展思路, 立足湖北省内建立医药医疗深度服务网络。参考湖北省的经济体量和医疗资源体量, 人福医药的医疗服务战略发展潜力巨大。

➤ 人福医加速疗服务布局, 实施湖北区域性深度医疗服务战略

目前公司分别出资 2 亿元成立两家医疗服务管理公司, 对已收购的钟祥市人民医院和老河口市第一医院提供管理服务。其中老河口市第一医院为当地最优质的医疗资源, 设有床位 460 张, 14 个病区, 32 个专科; 钟祥市人民医院为湖北省县级标杆医院, 实际拥有床位 1000 张, 年门诊量达 40 万人次。通过医疗服务管理公司积累医疗服务管理经验, 为公司在湖北省内拓展医疗服务经营提供可复制模式。目前

公司计划布局湖北省内医院,收购标的可分为三类:可改制职工医院,可改制为非营利性医疗机构的公立医院,可托管管理的医院。在目前两家医疗托管模式成熟运营后将逐步向各标的医院推广。

公司规划 3-5 年内至少布局 20 家医院,公司目前有较为清晰的医药及医疗协同发展的医疗服务发展模式,规划建立药品-药品供应链-医院医疗服务-移动医疗的完整医疗服务产业链。公司已托管湖北省 20 多家医院药房,公司对湖北省医院药品、医疗器械配送流通信息有良好掌握。公司完成定增后并购资金压力减小,公司已同多家职工医院达成初步协议,未来并购进度将大为加快。公司医院控股-药房托管-供应链控制的模式,未来公司还计划发展月子中心、康复医疗等医疗产业链,完成公司长远的医疗布局,为公司稳定贡献利润。

六、医药外延发展步伐坚定,海外业务有望扭亏为盈

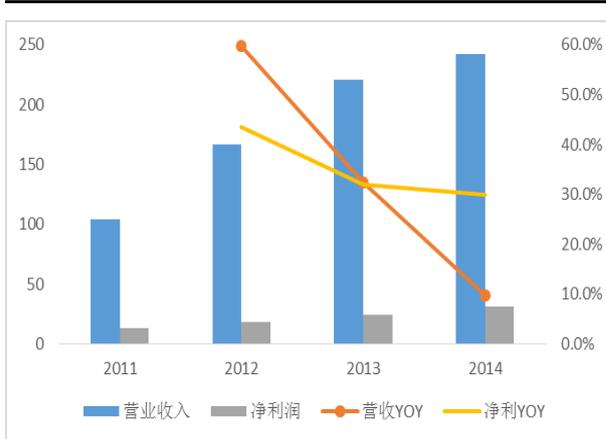
人福医药是以医药为主营,多子公司外延发展型企业。公司贡献业绩稳定性由利润贡献大户宜昌人福提供,公司中长期发展主要有医疗产业、血制品、民族药、体外诊断试剂及海外制剂出口等业务体现。未来公司在医疗、医药协同发展的契机下,公司其他医药业务增长潜力巨大。

➤ 新疆维药——维药细分市场的领导者,加速维药全国推广

2014 年公司已 2970 万元收购新疆维药 14.85% 的股权,公司目前拥有 69.85% 的新疆维药股权。新疆维药是目前国内少数大规模生产销售维吾尔民族药的企业。2014 年新疆维药销售收入 2.42 亿元,占公司营收 3.43%,实现净利润 3131.3 万元,同比增长 29.99%。新疆维药近四年年净利润年复合增长率达 35%,是公司集中资源重点发展的细分领域之一。

新疆维药拥有 20 个国药产品批文,其中 12 个为全国独家品种,4 个国家中药保护品种,7 个品种进入国家医保目录。目前新疆维药的祖卡木颗粒、寒喘组帕颗粒已经进入国家基本药物目录,全国范围内销量已经打开,未来随着公司在疆内加快营销建设,疆外加速维药的学术推广,新疆维药将保持 20%-30% 的销售增长态势,未来新疆维药销售额峰值将达到 8 亿。

图表 13: 2011-2014 年新疆维药营收及净利润一览



资料来源: 人福医药年报, 东吴证券研究所

图表 14: 新疆维药主要产品一览

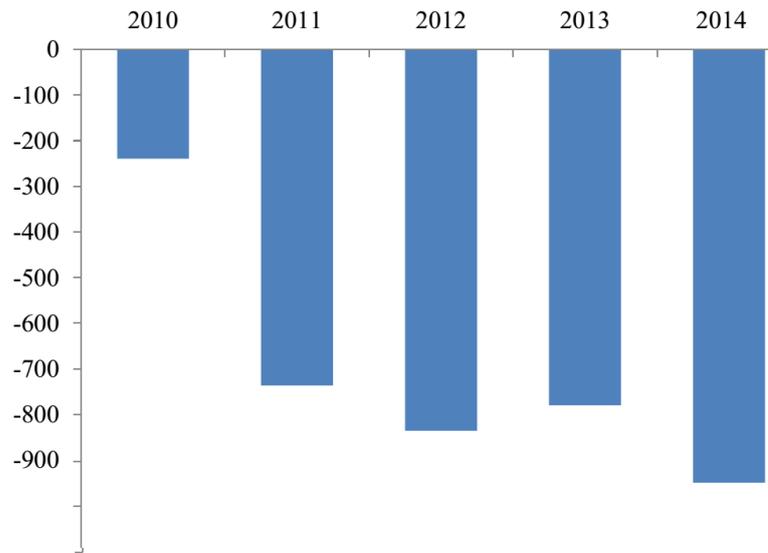
药品名	适应症	备注
祖卡木颗粒	流行感冒	国家基药
寒喘组帕颗粒	咳嗽及哮喘	国家基药
复方木尼孜其颗粒	提高免疫力, 治疗肝胆炎症,	国乙类
通滞苏润江胶囊	痛风	国乙类
养心达瓦依米西克蜜膏	心胸作痛, 胃虚, 视弱及神经衰弱	地方医保
炎肖迪娜儿糖浆	肝炎, 胆囊炎	中药保护品种

资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

➤ 人福国际化战略, 美国普克 OTC 业务成熟, 突破仿制药业务

公司制剂出口业务分两步推进: 第一步通过 OTC 销售, 主要产品软胶囊出口, 熟悉美国药物市场环境、打通药品销售渠道; 随后第二步布局特色仿制药业务及自主品牌药物, 实现国际业务稳定盈利。人福普克成立至今仍然未能实现盈利, 但公司海外业务已逐步得到改善, 2014 年美国普克销售收入为 1148.8 万美元, 同比增长 70%, 亏损 964 万美元。目前公司与 CVS、Wal-Mart、Dollartree 等多家医药连锁销售商及美国 OTC 采购上 Perrigo 和 LNK 签订长期供货协议, 公司销售渠道得到扩展。2015 年第一季度 OTC 业务销售 280 万元, 较去年同期增长 636.8%, 武汉普克软胶囊工厂计划由目前 12 亿粒/年提升至 20 亿/粒每年。而公司皮肤软膏用药 Epiceram 2015 年一季度销售额 320 万美元, 同比增长 201.9%, 2015 年该项业务有望实现利润。另外宜昌人福麻醉镇痛药已在 13 个国家实现销售, 人福非洲工厂已建成并投入使用。2015 年, 随着皮肤药 Epiceram 实现盈利, OTC 业务订单饱满、ANDA 申请进展顺利, 公司国际业务亏损情况因会有所好转, 未来 3-5 年内有希望实现扭亏为盈。

图表 15: 美国普克 2010 年-2014 年亏损情况 (万美元)



资料来源: 人福医药 2010-2014 年年报, 东吴证券研究所

七、盈利预测与估值

➤ 盈利预测

关键假设: 1、核心子公司宜昌人福麻醉精神药物销售平稳增长, 新科室拓展顺利, 2015 年销售收入同比增长 10.5% 突破 20 亿元,

2、北京医疗诊断试剂产品与罗氏合作良好, 2015 年北京医疗销售收入 7.86 亿元。杭州诺嘉兑现业绩承诺。

3、公司医疗行业并购顺利, 公司成功并购 8-9 家医院。公司初步建立医药医疗供应链。

我们预测人福医药 15-16 年 EPS 为 0.96/1.12 元, 4 月 30 日股价对应市盈率为 40.57/34.78。考虑到公司核心资源宜昌人福在麻醉精神药物中的市场领导地位及公司积极布局医疗产业的战略预期, 给予人福医药推荐评级。

八、风险因素:

- 麻醉镇痛药销售不及预期, 新科室扩展缓慢, 宜昌人福的麻醉镇痛药受招标影响, 收到竞争。
- 美国普克业务 FDA 注册进展缓慢, OTC 药品销售下滑。
- 麻醉镇痛药物竞争厂家增加。
- 罗氏诊断有与北京医疗有终止医疗诊断业务的可能

附表 1: 人福医药主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2013A	2014A	2015E	利润表	2013A	2014A	2015E
流动资产	5,313	6,340	10,117	营业收入	6,010	7,052	9,061
现金	1,206	1,480	4,105	营业成本	3,515	4,138	5,427
应收账款	1,901	2,497	3,990	营业税金及附加	44	52	65
存货	910	1,251	1,683	销售费用	1,030	1,265	1,3209
非流动资产	4,394	5,826	6,158	管理费用	532	626	783
长期股权投资	570	581	581	财务费用	167	180	249
固定资产	1,630	2,152	2,907	研发支出	230	334	339
无形资产	579	669	711	营业利润	743	795	1,097
资产总计	9,707	12,167	16,275	营业外收入	46	44	51
流动负债	3,439	4,601	5,697	营业外支出	19	17	24
短期借款	1,194	2,172	2,713	所得税	169	186	201
应付账款	687	978	1,203	少数股东损益	183	184	247
非流动负债	1,187	1,839	1,479	归属母公司净利润	418	452	508
负债总计	4,627	6,439	7,176	EBITDA	1,017	1,137	1,42
少数股东权益	738	1,005	1,340	重要财务估值指标	2013	2014	2015E
归属母公司股东权益	4,342	4,723	8,005	每股收益 (元)	0.83	0.85	0.96
负债和股东权益总计	9,707	12,167	12,195	净利率	7.0%	6.4%	6.3%
现金流量表 (百万元)	2013	2014	2015E	每股净资产	6.75	7.34	13.99
经营活动现金流	498	503	613	资产负债率	47.7%	52.9%	44.1%
投资活动现金流	-1,369	-1,056	-1,989	P/B	5.77	5.31	4.59
折旧和摊销	127	165	217	ROE	9.6%	9.6%	10.9
筹资活动现金流	1,123	723	2,960	EV/EBITDA	24.7	23.4	16.8
股权融资	1,027	161	2,550	市盈率	46.9	45.8	40.6
现金净增加额	249	169	2,617	总股本(百万股)	529	529	643

数据来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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、刊发，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： (0512) 62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>