



## 战略聚焦中药领域, 打造保健生态圈

### 投资要点

- **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。
- **战略聚焦中药领域, 2015年为业绩拐点。** 1) 公司对于各业务板块的战略规划是剥离化药资产, 重点发展中药业务。从2013年以来, 完成了对东盛制药、启东盖天力、制药一厂、西安制药厂等剥离; 2) 债务重组完成, 历史问题基本解决。公司自2012年起开始进行债务重组, 通过司法拍卖、资产出售等累计获得债务重组利得约为4.65亿元, 逐渐解决公司债务问题; 3) 2014年扣非后净利润为-0.24亿元, 但从历史趋势来看已经逐渐恢复, 主要是得益于债务关系已经处理完毕以及精品中药战略的推进。随着广誉远国药堂的后续新开将对公司未来的产品销售提供保障, 我们预计2015年全年净利润将超过5000万, 营业拐点确立。
- **重点发展精品中药, 重塑昔日辉煌。** 1) 通过对原材料种植源头如枸杞、鹿茸、人参种植领域大力投入, 按照GAP要求建设九大药材基地, 保证药材品质与供应; 2) 通过精品中药战略, 建立企业品牌形象, 再以精品中药带动整个企业产品销售增长。
- **打造龟龄集保健酒, 拓展保健新领域。** 1) 我国保健酒市场容量为130亿元, 预计2020年保健酒市场将超过300亿, 增长速度较快; 2) 公司保健酒产能在2016年6月将有30亿的规模, 销售方面有100人队伍, 预计将做到300人左右; 3) 价格定位为中高端, 可以与劲酒避免直接竞争。我们认为: 随着龟龄集保健酒产能的释放, 销售队伍逐渐构建完成, 公司保健酒业务2016年营业收入或将超过1.5亿元。
- **持续推进百家千店计划, 形成线上线下协同。** 1) 2015年公司计划新建300家国药堂, 众筹模式将是主要的设立方式; 2) 2015年拟新开设约20家国医馆, 招聘优秀的中医坐堂, 对于公司来说盈利主要是来源于产品销售。比如后期可以推出健康储蓄卡或会员制, 提供国医馆的各种服务, 且能和当地的三甲医院就诊开通绿色通道等。广誉远康成君健国医馆众筹项目正式上线, 该项目的落地或将广誉远众筹模式标准化, 加快国医馆开店速度; 3) 在国药堂、国医馆的基础上, 构建线上线下经营模式, 同时开发移动医疗终端, 实现对用户的闭环健康管理。
- **盈利预测及投资建议。** 预计2015-2017年未摊薄EPS分别为0.24元、0.68元、1.32元, 对应市盈率为221倍、77倍、39倍。公司业绩已经出现拐点, 预计在经过2015年对终端大力投入后, 业绩将维持较快增长。如考虑增发股本公司市值为140亿左右, 与传统中药上市企业中仍处于相对偏低水平。我们认为公司的精品中药、保健酒增长或存在超预期可能, 给予其第一目标价为65元/股。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 国医馆开店速度或慢于预期、精品中药销售收入或低于预期、市场波动风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	354.15	650.94	1042.34	1645.92
增长率	32.09%	83.80%	60.13%	57.91%
归属母公司净利润(百万元)	36.65	57.72	164.69	322.38
增长率	39.59%	57.51%	185.31%	95.75%
每股收益EPS(元)	0.15	0.24	0.68	1.32
净资产收益率ROE	29.55%	7.96%	17.73%	25.48%
PE	347	221	77	39
PB	148.65	16.17	13.30	9.91

数据来源: Wind, 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

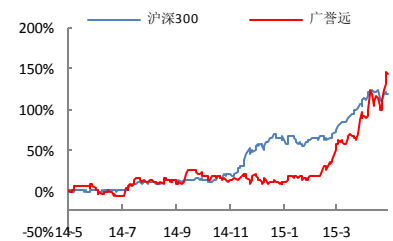
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: 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)	2.44
流通A股(亿股)	1.9
52周内股价区间(元)	19.45-54.8
总市值(亿元)	127.32
总资产(亿元)	4.90
每股净资产(元)	0.34

### 相关研究

## 一、战略聚焦中药业务，2015 年为业绩拐点

公司对于各业务板块的战略规划是剥离化药资产，重点发展中药业务。从 2013 年以来，完成了对东盛制药、启东盖天力、制药一厂、西安制药厂等的剥离。

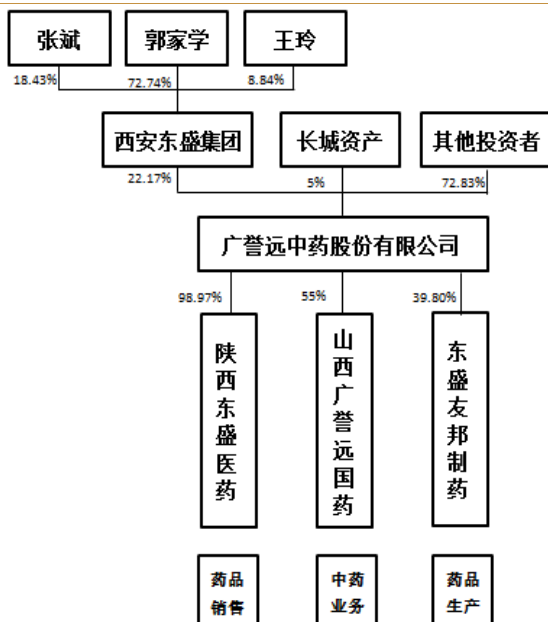
表 1: 2013 年以来公司历次转让事项

时间	转让事项	转让价格	交易对方
2014 年 12 月 31 日	东盛科技股份有限公司制药一厂、西安制药厂	11500 万元	恒诚集团
2014 年 10 月 31 日	启东盖天力 95.64% 股权	6800 万元	衡水兴利投资
2013 年 12 月 3 日	安徽东盛制药有限公司 100% 股权	3000 万元	恒诚集团

数据来源：公告、西南证券

当前公司的控股股东为西安东盛集团，实际控制人为郭家学先生。控股子公司为陕西东盛医药（其主要是做销售，未来剥离的可能性不大），山西广誉远国药，同时还有参股公司东盛友邦制药。

图 1: 公司股权结构示意图



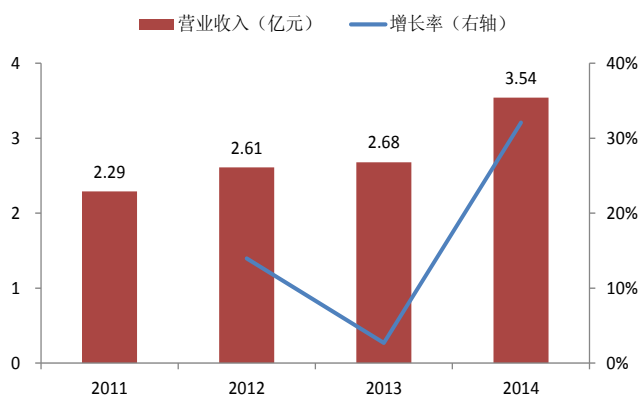
数据来源：年报，西南证券

从子公司的盈利情况来看，山西广誉远国药有限公司收入及净利润增长较快。2014 年公司营业收入、净利润分别为 3.1 亿元、400 万元，其中营业收入出现翻倍增长，净利润实现正增长。目前公司对山西广誉远的存货增加超过 2000 万元，主要为对贵重药材的备货，力争压低企业生产成本。

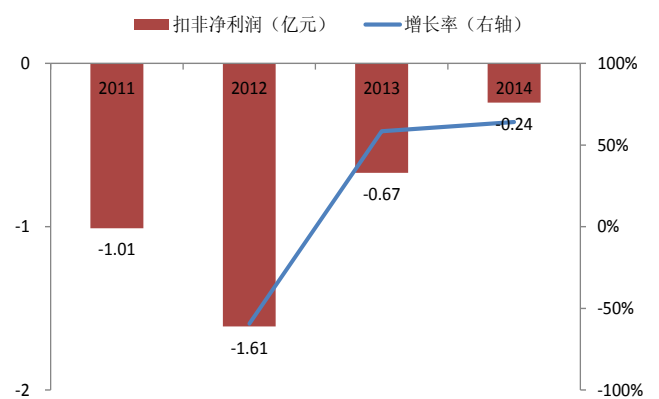
公司自 2012 年起开始进行债务重组，如司法拍卖了青海制药（集团）有限责任公司股权、处置了位于西安市唐延路的办公房屋及土地使用权、出售了子公司山西广誉远国药 40% 股权、出售安徽东盛制药有限公司股权以及东盛科技股份有限公司制药一厂资产、东盛科技股份有限公司西安制药厂的医药资产等，2012-2014 年计入营业外收入的债务重组利得分别

约为 4.23 亿元、0.34 亿元、170 万元，累计债务重组利得约为 4.65 亿元。同时通过与金融机构（如银行、长城资产等）协商减免债务利息等方式，逐渐解决公司债务问题。

从公司业绩来看，2014 年营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为 3.5 亿元、0.37 亿元、-0.24 亿元，同比分别增长 32%、287%，亏损。扣非后净利润仍为负主要是因为公司在 2014 年开展“百家千店”计划，导致销售费用大幅上升。但我们可以发现扣非后净利润已经逐渐恢复，主要是得益于债务关系已经处理完毕。截至 2014 年底，广誉远国药堂已经入驻 23 个省市自治区，终端店共 134 家，继续新开店将对公司未来的产品销售提供保障。我们认为在 2015 年公司的营业收入及扣非净利润将有大幅增长，预计分别达到 5.5 亿元、0.4 亿元。

**图 2：公司收入情况**


数据来源：公开信息，西南证券

**图 3：公司扣非后净利润情况**


数据来源：公开信息，西南证券

## 二、重点发展精品中药，重塑昔日辉煌

广誉远始创于公元 1541 年，距今已有 474 年的历史。在清代曾与广州陈李济（1600 年创建）、北京同仁堂（1669 年创建）、杭州胡庆余堂（1874 年创建）并称为“四大药店”，广誉远在 2006 年成为首批认定的“中华老字号”企业。在产品线上，公司当前拥有四大精品中药产品，分别为精品龟龄集、精品定坤丹、精品安宫牛黄丸、精品牛黄清心丸。

公司的龟龄集、定坤丹属于国家保密品种，产品中龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸还是国家级非物质文化遗产名录产品，牛黄清心丸已经入选陕西省非物质文化遗产名录，后期将继续申报国家级。

- 第一批国家级非物质文化遗产扩展项目名录：传统制剂方法（龟龄集传统制作技艺、雷允上六神丸制作技艺、东阿阿胶制作技艺、廖氏化风丹制作技艺）；
- 第三批国家级非物质文化遗产名录：中医传统制剂方法（中医传统制剂方法（达仁堂清宫寿桃丸传统制作技艺、定坤丹制作技艺、六神丸制作技艺、致和堂膏滋药制作技艺、季德胜蛇药制作技艺、朱养心传统膏药制作技艺、漳州片仔癀制作技艺、夏氏丹药制作技艺、马应龙眼药制作技艺、罗浮山百草油制作技艺、保滋堂保婴丹制作技艺、桐君阁传统丸剂制作技艺））；

- ▶ 第四批国家级非物质文化遗产代表性项目名录：中医传统制剂方法（安宫牛黄丸制作技艺、隆顺榕卫药制作技艺、益德成闻药制作技艺、京万红软膏组方与制作技艺、金牛眼药制作技艺、点舌丸制作技艺、鸿茅药酒配制技艺、平氏浸膏制作技艺、枇杷露传统制剂、老王麻子膏药制作技艺、方回春堂传统膏方制作技艺、二仙膏制作技艺、太安堂麒麟丸制作技艺、昆中药传统中药制剂、马明仁膏药制作技艺）。

**图 4：精品龟龄集**


数据来源：公开信息，西南证券

**图 5：精品定坤丹**


数据来源：公开信息，西南证券

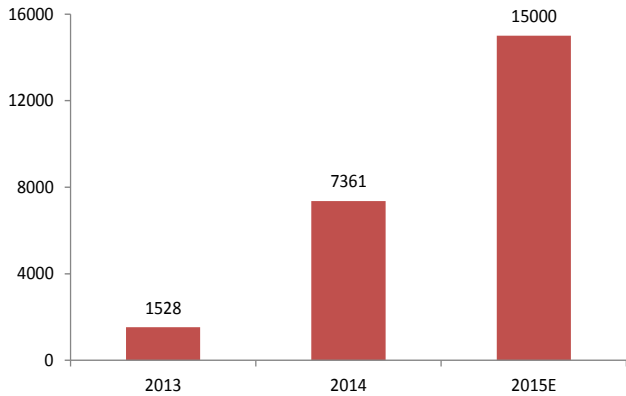
公司从 2013 年其推出“全产业链打造广誉远精品中药战略”，将全面推进精品中药战略。市面上部分中药制剂的药效往往达不到效果，主要是中药的价格体系存在错位。药品市场竞争激烈，以六味地黄丸为例，生产厂家数百家，360 粒售价仅 10 元左右。如果为了降价获得市场竞争优势，则制造过程中对原料的货真价实，炮制及制剂工艺的完整，如某环节做不到标准要求，则将会影响药效。在这个背景下公司推出精品中药战略，重点在选材及炮制过程中做到古法复制。

首先是在原材料上，公司严格甄选道地药材，遵循古法工艺，按照 GAP 要求，围绕计划对生产和现场进行精细化管理。建设九大药材基地包括：吉林抚顺的人参基地、东北的鹿茸基地、河北和江苏的麻雀养殖基地，河南的地黄基地，山西的党参基地，浙江建德的西红花种植基地，宁夏青海的枸杞基地，内蒙的肉苁蓉基地，广西的穿山甲养殖基地。通过九大中药材基地的建设，将为广誉远精品中药的品质与供应提供强有力的保证。以龟龄集为例，对具体药材要求如人参必须是六年生高丽红参之天参；鹿茸则选取梅花鹿或马鹿之二杠三岔茸尖；海马必须是体长 20 公分以上。为了保证质量，公司在 2015 年将继续加大对上游基地的建设，具体将在枸杞、鹿茸、人参种植基地方面大力投入。

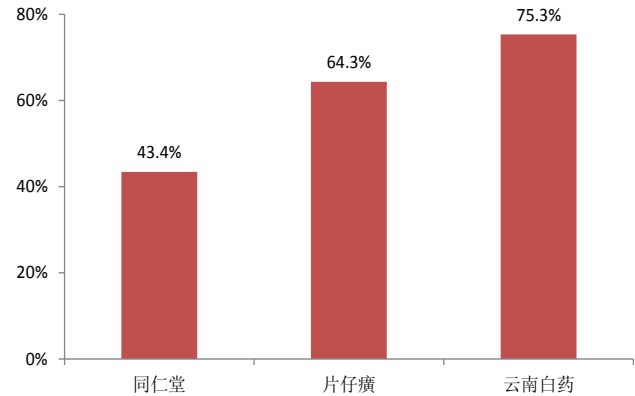
其次是炮制过程也较繁琐，如鹿茸需要经过“火燎茸毛，刀刮净，布带或绳缠好，从底部锯口面小孔灌入山西老陈醋，至润透，入砂罐煮一昼夜，至茸皮柔软，取出埋土中一宿，晒干，劈成块，研为细末”；熟地则需要“九蒸九晒九炙，炮至黑如漆，亮如油，甜如蜜，香如饴”。

我们认为：精品中药战略符合行业需要，后续主要是依靠“百家千店”战略，建立企业品牌形象，再以精品中药带动整个企业产品销售增长。1) 将龟龄集、定坤丹打造成为男科、妇科界用药的领导品牌；2) 带动广誉远企业品牌，将广誉远老字号精品中药特色疗；3) 全面启动和恢复安宫牛黄丸、牛黄清心丸、六味地黄丸、乌鸡白凤丸、保婴散、七珍丹、八

宝玉枢丸、麝雄至宝丸等系列。由此可以看出，百城千店战略是公司在发展过程中关键的步骤。

**图 6: 精品中药收入情况**


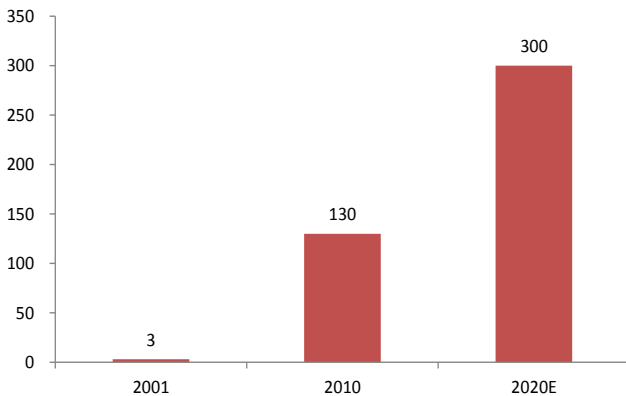
数据来源: 公开信息, 西南证券

**图 7: 传统中药企业毛利润率情况**


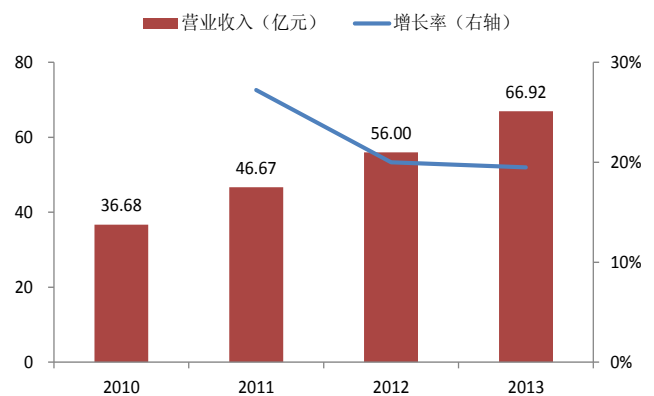
数据来源: 公开信息, 西南证券

### 三、打造龟龄集保健酒，拓展新领域

龟龄集的功效主要是补肾壮阳, 很适合做成保健酒系列。目前我国保健酒市场容量为 130 亿元, 市场增长速度仍将维持在 10% 以上, 预计 2020 年将超过 300 亿规模。市场高速增长的行业背景已经为龟龄集保健酒提供了机遇, 如参考劲酒系列的增速, 预计龟龄集保健酒的增长速度将超过 20%。

**图 8: 国内保健酒市场情况**


数据来源: 公开信息, 西南证券

**图 9: 劲酒集团理念营业收入情况**


数据来源: 公开信息, 西南证券

目前保健酒市场虽然空间较大, 但是竞争也是很激烈的。一线品牌中除了龙头品牌劲酒之外, 还有椰岛鹿龟酒、茅台的白金酒、五粮液的黄金酒等, 二三线品牌如颐阳补酒、十足全蝎酒、张裕三鞭酒、蒙山全蝎酒等。整体情况是一线品种高增长, 逐渐走高端路线, 如白金酒、黄金酒在推广两年后即得到市场的认可。而二三线保健酒则是打算冲出区域性市场逐渐向全国渗透。从定价上来看, 高端品牌基本上都在 100 元以上, 而二三线品牌都在 100 元以下。



公司保健酒 5000 万左右的 GMP 认证产能，目前正在进行扩建，预计在 2016 年 6 月将有 30 亿的规模。龟龄集系列保健酒在江浙市场的产品力很好，度数低（28 度）当地人能够接受，且相对于劲酒来说药味不是太浓。就价格定位而言，是明显定位为中高端，可以与劲酒的市场相区别，避免直接竞争。

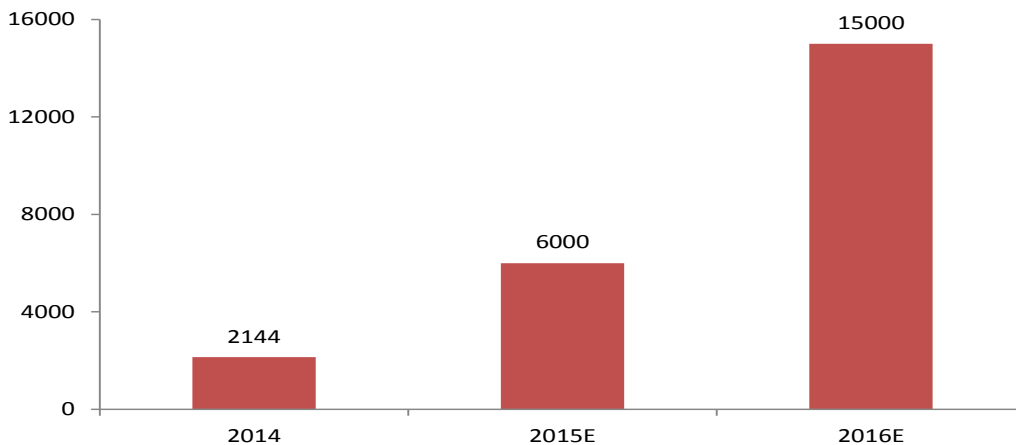
**表 2: 龟龄集酒规格及市场价格**

品名	批准号	产品规格	市场价格
加味龟龄集酒(普通装)	国药准字 Z14021271	500ml/瓶	待定
加味龟龄集酒(木质黑瓷装)	国药准字 Z14021271	750ml/瓶	2580 元/瓶
龟龄集酒(蓝宝石装)	卫食健字(1998)第 0486 号	700ml/瓶	1280 元/盒
龟龄集酒(亲情礼盒装)	卫食健字(1998)第 0486 号	500ml/瓶*2	328 元/盒
龟龄集酒极品装	卫食健字(1998)第 0486 号	500ml/瓶	398 元/盒
龟龄集酒(红瓷装)	卫食健字(1998)第 0486 号	700ml/瓶	980 元/盒

数据来源: 公开信息、西南证券

龟龄集保健酒的优势归结起来主要有三点: 1、功能优秀, 可以用于气虚血亏, 健忘失眠, 食欲不振, 腰酸背痛, 阴虚阳弱, 阳痿早泄, 宫冷腹痛, 产后诸虚; 2、历史悠久, 具有 500 多年历史; 3、销售方面目前有 100 人, 正在加强队伍的建设, 预计将做到 300 人左右。我们认为: 随着龟龄集保健酒产能的释放, 销售队伍逐渐构建完成, 保健酒业务营业收入或将超过 1.5 亿元。

**图 10: 龟龄集酒市场增长情况(万元)**



数据来源: 公开信息、西南证券

## 四、持续推进百家千店计划，形成线上线下协同

公司的精品中药“百家千店”项目 2013 年启动，在 2014 年已经覆盖全国 23 个省、市、自治区，67 个城市，近 200 家广誉远国药堂店。其中北京、山西、辽宁、湖北、山东等省市均有超过 10 家广誉远国药堂在运营。2013 年在北京、山西、湖北等地原有合作伙伴 14 家，2014 年增加一级代理四川、重庆、山东等地共 11 家，同时还有多个一级、二级代理商正在洽谈，预计在 2015 年，公司还将新建 300 家国药堂，同时新建约 20 家国医馆，逐渐完成全国布局。

图 11: 公司国药堂覆盖范围



数据来源: 公开信息, 西南证券

图 12: 公司国药堂实景



数据来源: 公开信息, 西南证券

公司新开的国药堂将采用众筹模式，公司方面出资 10%，同时与发起人（占 30%）签订协议：1）必须只能销售广誉远的产品；2）发起人需交 30 万的保证金以保证国医馆按照协议运行；3）剩余部分由发起人负责选择参与众筹人群，公司在后续的运行中只负责品牌管理，标准化产品的配送等。根据公司的规划，在运行成熟后可对各国药堂的众筹股权进行回购，将受益返给期初参与者。我们认为：在小企业或商店创业初期，采取众筹模式是可行的。不仅避免了公司前期大量投入带来的风险，同时也可以利用发起人在当地的人脉资源，迅速打开中高端市场。且在众筹过程中签订了合作协议，将管理风险控制预期范围内。在 4 月 11 日，广誉远康成君健国医馆众筹项目正式上线，最终确定了 20 余个投资人，该项目的落地或将广誉远众筹模式标准化，有助于大面积推广。

国医馆也是公司重点建设的领域，2015 年目标是新开设约 20 家国医馆，目前在山西、江苏等地已经开始建国医馆。招聘优秀的中医坐堂，即包括退休的医生，也有包括年轻医生，诊疗费用全部归医生所有，甚至可以给医生部分股权。而对于公司来说，其盈利主要是来源于产品销售，包括广誉远的产品、同时还将销售中药饮片。比如后期可以推出健康储蓄卡或会员制，提供国医馆的各种服务，且能和当地的三甲医院就诊开通绿色通道等。

我们认为公司国医馆的发展可以参考同仁堂国医馆经营模式，1）同仁堂对每家医馆的最高控股为 51%，剩余 49% 是给经营方。公司是采用众筹模式，成熟后再回购，可以保证开店速度；2）同仁堂目前设立了终端零售药店 450 家，公司先前是计划开 1000 家，但考虑到互联网对单体专卖店的冲击，目前是规划开 300 余家；3）从内部的业务布置来看，与同仁堂的构成相同，涵盖了中成药、中药饮片（高档药材为主）、调剂、保健品等业务。

图 13: 同仁堂医馆经营范围



数据来源: 公开信息, 西南证券

除了对线下资源构建的同时, 公司还构建了网络平台, 包括网上商城 (京东、天猫、1 号店三大商城, 主要销售保健酒系列)、移动 APP, 用户不仅可以在上面订购产品, 还可以跟广誉远的中医博士团进行互动。广誉远国医馆 APP 主要是配合国医馆进行配合线上咨询, 未来在国医馆的基础上实现远程诊疗服务, 原则上不需要复诊的病人, 通过网上诊疗, 直接把处方照下来, 上传平台, 既可以拿处方到其他药店抓药, 也可以选择由国医馆熬好直接邮寄, 其中提供代客煎药服务。

图 14: 广誉远天猫旗舰店



数据来源: 公开信息, 西南证券

图 15: 广誉远 1 号店旗舰店



数据来源: 公开信息, 西南证券

在销售团队建设方面, 公司目前已经组建了三大营销体系: 1) 建立以龟龄集、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、定坤丹等为主的精品中药营销体系, 通过广誉远国药堂和国医馆的平台, 致力于精品中药在全国范围内推广; 2) 以龟龄集保健酒为主, 组建专业营销团队, 目前约 100 人, 未来将打造成为 300 人的团队。目标是将龟龄集保健酒打造成为中高端养生酒的第一品牌, 以独特显著的功效; 3) 以学术推广为先导的营销方法, 通过临床实践证明, 建立龟龄集、定坤丹在男科、妇科界用药的领先地位。如在 2015 年下半年重点向市场推广定坤丹, 逐渐树立品牌形象。

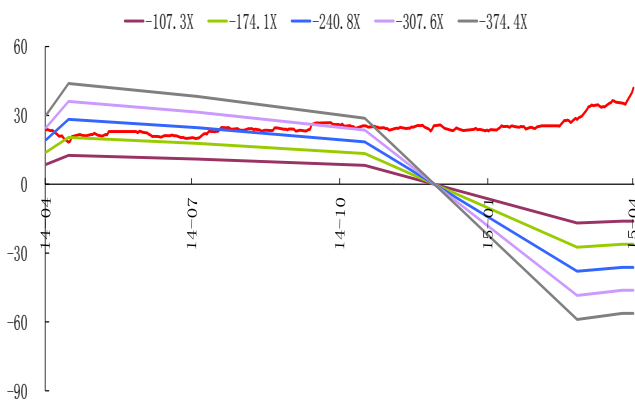


## 五、盈利预测及投资建议

预计 2015-2017 年末摊薄 EPS 分别为 0.24 元、0.68 元、1.32 元，对应市盈率为 221 倍、77 倍、39 倍。如算上新增股本，则预计 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.21 元、0.59 元、1.16 元，对应市盈率为 249 倍、89 倍、45 倍。我们认为：公司业绩已经出现拐点，在经过 2015 年对终端大力投入后，业绩将维持较快增长。如算上新增股本公司市值仅为 140 亿左右，与传统中药上市企业相比仍处于较低水平。我们考虑到精品中药、保健酒增长超预期，给予其参考目标价为 65 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

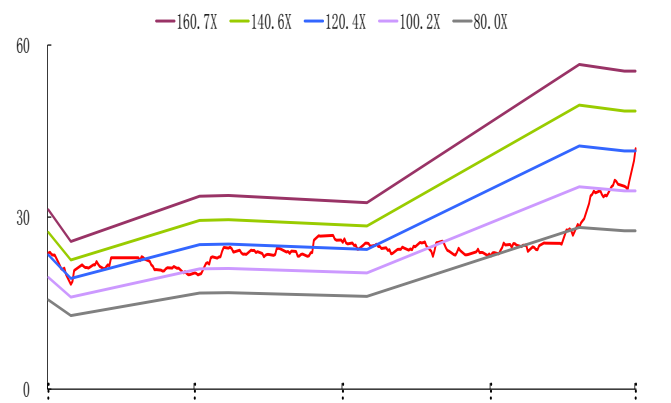
**风险提示：**国医馆开店速度或慢于预期、精品中药销售收入或低于预期、市场波动风险。

图 16: 公司 PE-Band



数据来源: wind, 西南证券

图 17: 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	354.15	650.94	1042.34	1645.92	净利润	25.31	62.72	169.69	327.38
营业成本	87.32	166.32	201.58	301.08	折旧与摊销	6.02	6.16	6.16	6.16
营业税金及附加	10.95	20.12	32.22	50.88	财务费用	6.25	0.26	0.42	0.67
销售费用	186.25	325.47	469.05	658.37	资产减值损失	13.42	10.00	10.00	10.00
管理费用	76.76	104.15	156.35	230.43	经营营运资本变动	-92.35	-124.64	-95.93	-153.05
财务费用	6.25	0.26	0.42	0.67	其他	-3.74	-32.41	-35.44	-35.21
资产减值损失	13.42	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-45.10	-77.89	54.90	155.94
投资收益	21.37	25.00	25.00	25.00	资本支出	113.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	21.69	25.00	25.00	25.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	135.62	25.00	25.00	25.00
<b>营业利润</b>	-5.42	49.61	197.71	419.50	短期借款	25.50	-38.82	0.00	0.00
其他非经营损益	40.90	38.33	40.20	39.51	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	35.49	87.94	237.91	459.01	股权融资	0.00	639.20	0.00	0.00
所得税	10.18	25.22	68.23	131.63	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	25.31	62.72	169.69	327.38	其他	-118.29	-0.26	-0.42	-0.67
少数股东损益	-11.34	5.00	5.00	5.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-92.79	600.11	-0.42	-0.67
归属母公司股东净利润	36.65	57.72	164.69	322.38	<b>现金流量净额</b>	-2.27	547.22	79.48	180.27
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	36.55	583.76	663.24	843.52	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	269.39	613.20	882.17	1392.11	销售收入增长率	32.09%	83.80%	60.13%	57.91%
存货	69.62	130.01	158.56	238.10	营业利润增长率	-108.23%	816.06%	298.53%	112.17%
其他流动资产	0.40	0.74	1.19	1.88	净利润增长率	-0.37%	147.81%	170.54%	92.93%
长期股权投资	15.29	15.29	15.29	15.29	EBITDA 增长率	-86.24%	717.95%	264.57%	108.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	47.72	43.47	39.23	34.98	毛利率	75.34%	74.45%	80.66%	81.71%
无形资产和开发支出	8.52	7.46	6.40	5.34	三费率	76.03%	66.04%	60.04%	54.04%
其他非流动资产	14.72	13.87	13.01	12.16	净利率	7.15%	9.64%	16.28%	19.89%
<b>资产总计</b>	462.21	1407.81	1779.09	2543.37	ROE	29.55%	7.96%	17.73%	25.48%
短期借款	38.82	0.00	0.00	0.00	ROA	-4.83%	5.48%	4.46%	9.54%
应付和预收款项	205.98	379.17	531.98	831.21	ROIC	0.75%	20.32%	45.09%	62.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	1.93%	8.61%	19.60%	25.90%
其他负债	131.76	241.07	289.85	427.52	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	376.56	620.24	821.84	1258.74	总资产周转率	0.72	0.70	0.65	0.76
股本	243.81	277.81	277.81	277.81	固定资产周转率	4.05	14.84	26.31	46.53
资本公积	436.17	1041.37	1041.37	1041.37	应收账款周转率	3.46	3.98	3.76	3.74
留存收益	-595.87	-538.15	-373.46	-51.09	存货周转率	1.39	1.64	1.37	1.50
归属母公司股东权益	84.11	781.03	945.72	1268.09	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	78.78%	—	—	—
少数股东权益	1.54	6.54	11.54	16.54	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	85.65	787.57	957.26	1284.63	资产负债率	81.47%	44.06%	46.19%	49.49%
负债和股东权益合计	462.21	1407.81	1779.09	2543.37	带息债务/总负债	10.31%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.03	2.18	2.10	1.98
					速动比率	0.84	1.97	1.91	1.79
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	6.85	56.04	204.30	426.33	每股收益	0.15	0.24	0.68	1.32
PE	347.42	220.57	77.31	39.49	每股净资产	0.35	3.23	3.93	5.27
PB	148.65	16.17	13.30	9.91	每股经营现金	-0.18	-0.32	0.23	0.64
PS	35.95	19.56	12.21	7.74	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	1857.80	248.35	67.73	32.04					
股息率	—	—	—	—					

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

地址：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

地址：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

地址：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

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

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

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn