



研发雄厚, 营销突破, 比翼齐飞

- **事件:** 日前, 我们与公司就业务和未来发展情况进行了交流。
- **两大品类构成主营业务, 生物制品占主要份额。** 公司是一家集研发-生产-销售-服务为一体的高新技术企业, 旗下有生物制品和化学药品两大业务板块, 生物制品的营收占比达到 80%。目前, 猪用生物制品与禽用生物制品的市场份额分别为 5.31% 和 3.25%, 其中, 禽用抗体在国内处于绝对领先地位。
- **公司业绩增长稳定, 毛利率水平行业领先。** (1) 2015 年第一季度实现营业收入 1.3 亿元, 净利润 0.47 亿元。今年下游畜牧养殖行业有回暖迹象, 利好公司生物制品销售。(2) 2014 年公司综合毛利率为 75%, 行业内名列前茅。分产品类别看, 猪用疫苗的毛利率最高, 保持在 85% 以上。禽用疫苗及抗体、化药的毛利率分别在 56% 和 62% 左右, 公司整体盈利水平较好。
- **核心产品市占率高, 募投资金扩张产能。** (1) 公司研发的猪圆环病毒 2 型灭活疫苗填补国内空白, 市场份额居前三。另, 新-支-流三联灭活疫苗和新-支-减-流四联灭活疫苗填补国际空白, 在细分市场位居行业第一。(2) 公司运用募投资金实现产能扩张, 在未来两年猪用活疫苗产能扩张 1.5 亿头份, 猪用灭活疫苗产能扩张 1.8 亿毫升, 禽用活疫苗产能扩张 40 亿羽份, 禽用灭活疫苗产能扩张 6.8 亿毫升, 产能充分利用后预计将给公司带来 4.46 亿元的产值。
- **公司研发实力强劲, 专注产品开发与生产工艺提升。** (1) 公司每年的研发投入支出占营业收入的比例均不低于 6%, 2014 年达到 7.75%。2009-2014 年公司研发投入共计约 1.64 亿元, 在同行业中处于领先水平。(2) 公司累计申请发明专利 362 项, 其中获得国家发明专利权 60 项。此外, 公司共获得 19 个新兽药证书, 41 项兽药国家标准, 10 项省级以上科技进步奖。
- **实施经销商招标制, 内外部资源保障全流程服务。** (1) 公司在全国近 30 个省区及养殖密集区拥有约 350 个经销商。(2) 公司聘请国内 56 名岗位科学家和学科带头人, 结合 200 多名公司自有销售及技术服务人员, 同时联合外部经销商团队, 形成 800 多人的销售团队, 联合开展服务营销和技术营销。
- **业绩预测与估值:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.07 元、1.20 元、1.38 元, 对应市盈率分别为 42 倍、37 倍、32 倍。目前估值水平中等, 考虑到公司产品储备丰富, 研发实力雄厚, 政府渠道与市场渠道的良性发展, 同时下游畜牧养殖市场自四月开始回暖, 公司业绩有望实现进一步的突破, 且公司在同类企业中市值较小 (总市值 71.76 亿元, 流通市值 17.94 亿元), 业绩弹性较大, 我们首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 下游养殖业规模化或进展缓慢; 公司募投项目进展或不达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	475.69	501.18	567.59	657.82
增长率	0.76%	5.36%	13.25%	15.90%
归属母公司净利润 (百万元)	140.26	170.52	191.70	221.31
增长率	-13.88%	21.58%	12.42%	15.45%
每股收益 EPS (元)	0.88	1.07	1.20	1.38
净资产收益率 ROE	20.52%	19.96%	18.33%	17.47%
PE	51.16	42.08	37.43	32.42
PB	10.50	8.40	6.86	5.66

数据来源: WIND, 西南证券

西南证券研究发展中心

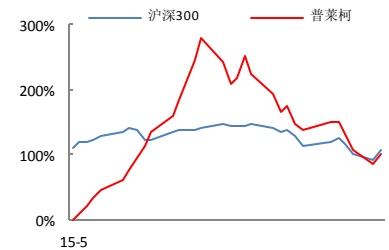
分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

邮箱: xiongli@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)	1.60
流通 A 股(亿股)	0.40
52 周内股价区间(元)	22.35-44.85
总市值(亿元)	71.76
总资产(亿元)	8.43
每股净资产(元)	5.70

相关研究

目 录

1. 公司产品全面丰富，收入利润保持稳定	1
1.1 核心产品保增长，收入盈利较稳定	1
1.2 生物疫苗补空白，产能扩张迎突破	2
2. 研发能力助产品升级，营销创新扩市场未来	3
2.1 研发技术齐增长，成果转化量显著	3
2.2 营销模式有亮点，服务升级齐头进	6
3. 盈利预测与投资建议	6

图 目 录

图 1: 公司兽用疫苗占营业收入的 80%.....	1
图 2: 2012-2014 年公司营业收入保持增长趋势.....	1
图 3: 2014 年公司净利润有轻微波动.....	2
图 4: 2009-2014 年公司综合毛利率水平稳中有升.....	2
图 5: 公司主要生物疫苗产品及禽用抗体市场占有率保持行业领先.....	2
图 6: 公司研发团队中硕士以上学历占比 46.02%.....	3
图 7: 2009-2014 年公司研发投入占比不低于 6%.....	3

表 目 录

表 1: 公司主要产品一览表.....	1
表 2: 公司生物疫苗与禽用抗体产能情况.....	3
表 3: 公司正在进行的研发项目达 47 个.....	4
表 4: 公司主要销售模式及收入占比.....	6
表 5: 行业内各企业估值情况.....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

1. 公司产品全面丰富，收入利润保持稳定

普莱柯是一家集研发 - 生产 - 销售 - 服务为一体的高新技术企业，公司主要生产猪用疫苗、禽用疫苗与抗体等 36 个生物制品类产品以及散剂、粉剂、注射剂等 10 类化学药品 355 个产品。其中，疫苗类产品占营业收入的 80% 左右，构成公司收入的主要来源。公司的猪圆环病毒 2 型灭活疫苗填补了国内空白，禽流感 (H9) 三联、四联灭活疫苗填补了国际空白。

表 1: 公司主要产品一览表

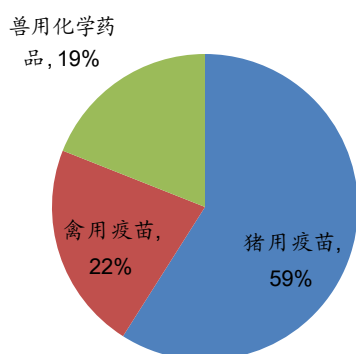
产品大类	产品子类	主要产品	主要用途
兽用生物制品	猪用活疫苗	高致病性猪蓝耳病活疫苗、猪痘活疫苗、伪狂犬活疫苗等	畜禽疾病预防
	猪用灭活疫苗	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、高致病性猪蓝耳病活疫苗等	
	禽用活疫苗	鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗 (B87 株)、鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗 (La Sota 株+H120 株)、鸡新城疫耐热保护剂活疫苗 (La Sota 株)	
	禽用灭活疫苗	新-支-流三联灭活疫苗、新-支-减-流四联灭活疫苗、新-支-减三联灭活疫苗、新-支二联灭活疫苗、新-流二联灭活疫苗	
	禽用抗体	鸡传染性法氏囊病精制蛋黄抗体、鸭病毒性肝炎精制蛋黄抗体	禽病治疗
兽用化学药品	化药制剂	注射用头孢噻唑、头孢唑啉注射液、恩诺沙星注射液、硫酸头孢喹肟注射液、盐酸多西环素注射液等	畜禽疾病治疗
	中兽药	双黄连口服液、岑黄口服液、板青颗粒等	

数据来源: 招股说明书, 西南证券

1.1 核心产品保增长，收入盈利较稳定

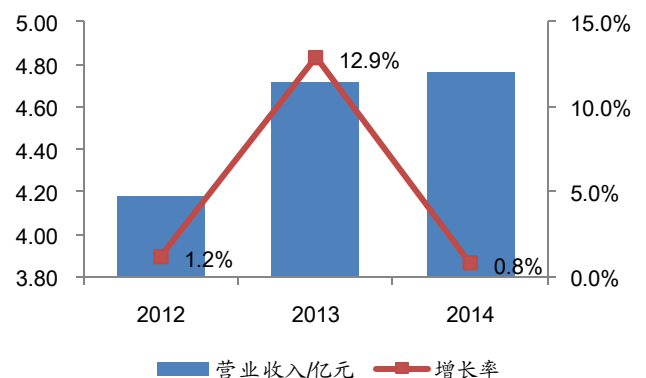
主营业务增长良好。2012-2014 年公司实现营业收入 4.18 亿元、4.72 亿元和 4.76 亿元，同比增长了 1.2%、12.9% 和 0.8%，实现净利润 1.29 亿元、1.63 亿元和 1.40 亿元，同比增长了 12.2%、26.4% 和 -14.1%，收入稳中有升，利润近三年来受下游市场行情影响有轻微波动。2015 年第一季度实现营业收入 1.3 亿元，净利润 0.47 亿元。

图 1: 公司兽用疫苗占营业收入的 80%



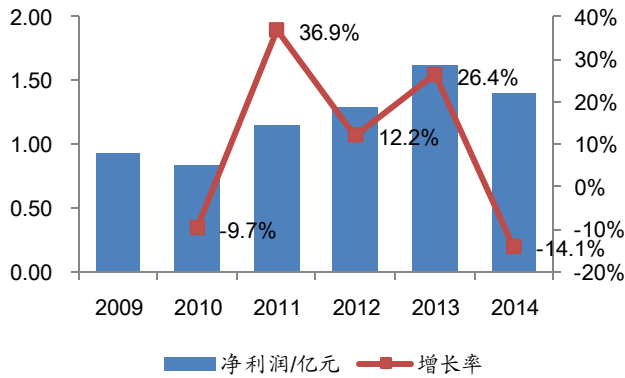
数据来源: wind, 西南证券

图 2: 2012-2014 年公司营业收入保持增长趋势

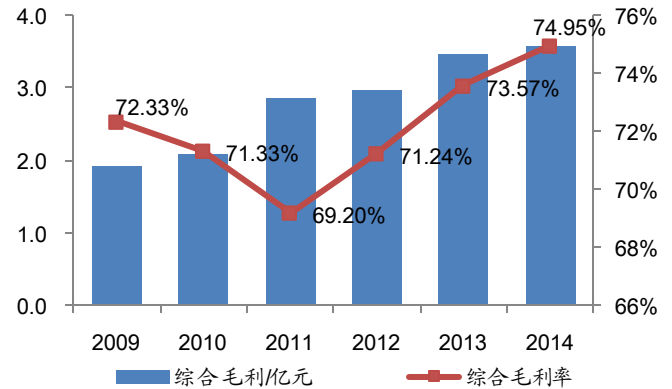


数据来源: wind, 西南证券

盈利水平保持较高水平。2009至2014年公司产品的综合毛利率稳步增长,始终保持70%以上,盈利水平良好。分产品类别看,猪用疫苗的毛利率最高,同时稳中有升,保持在85%以上。禽用疫苗及抗体、化药的毛利率分别在56%和62%左右。2014年三类产品的毛利率均保持稳定,整体盈利情况良好且稳健。

图 3: 2014 年公司净利润有轻微波动


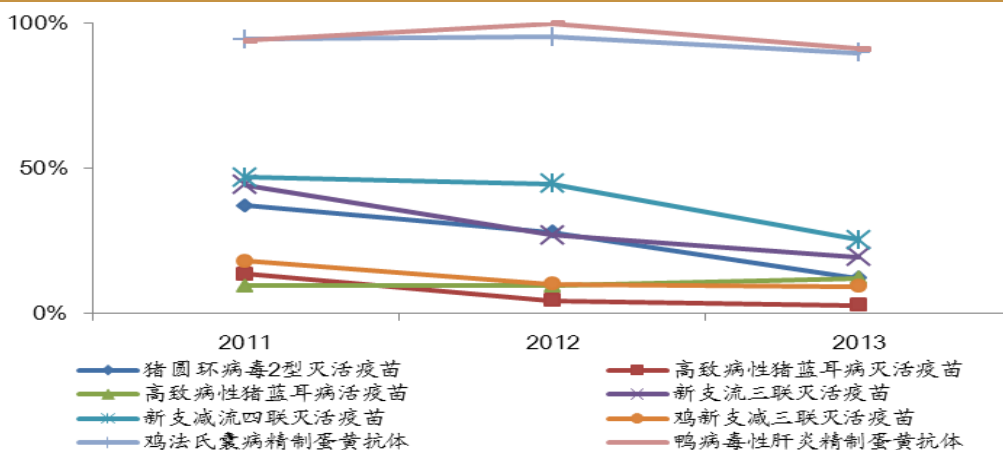
数据来源: wind, 西南证券

图 4: 2009-2014 年公司综合毛利率水平稳中有升


数据来源: wind, 西南证券

1.2 生物疫苗补空白, 产能扩张迎突破

多项疫苗产品填补国内国际空白, 市场份额保持行业领先。(1)公司开发的猪圆环病毒2型灭活疫苗填补了国内空白,成功打破了进口猪圆环病毒疫苗垄断国内市场的格局,并建立了该疫苗的国家标准。2013年市场占有率约为12.13%。(2)公司研制成功禽流感(H9)三联、四联灭活疫苗填补了行业国际空白,市场份额始终保持领先地位。(3)公司禽用抗体主要包括鸡传染性法氏囊病精制蛋黄抗体和鸭病毒性肝炎精制蛋黄抗体,其市场占有率在国内处于绝对领先地位(90%以上)。

图 5: 公司主要生物疫苗产品及禽用抗体市场占有率保持行业领先


数据来源: 招股说明书, 西南证券

募投资金实现产能扩张。目前，公司猪用活疫苗年产能 3 亿头份，猪用灭活疫苗为 1.5 亿毫升禽用活疫苗年产能 19.67 亿羽份，禽用灭活疫苗为 5.25 亿毫升，禽用抗体为 6 亿毫升。从产能扩张来看，未来两年，公司将实现猪用活疫苗产能扩张 1.5 亿头份，猪用灭活疫苗产能扩张 1.8 亿毫升，禽用活疫苗产能扩张 40 亿羽份，禽用灭活疫苗产能扩张 6.8 亿毫升，产能充分利用后预计将给公司带来 4.46 亿元的产值。

表 2: 公司生物疫苗与禽用抗体产能情况

生物制品类别	现有产能	现有产能利用率	产能扩张	产能扩张率	预计产值增加
猪用活疫苗	3 亿头份	93.73%	1.5 亿头份	+50%	0.81 亿元
猪用灭活疫苗	1.50 亿毫升	59.34%	1.8 亿毫升	+102%	1.56 亿元
禽用活疫苗	19.67 亿羽份	92.05%	40 亿羽份	+200%	0.87 亿元
禽用灭活疫苗	5.25 亿毫升	64.41%	6.8 亿毫升	+130%	1.22 亿元
禽用抗体	6.00 亿毫升	64.42%	—	—	

数据来源: 招股说明书, 西南证券

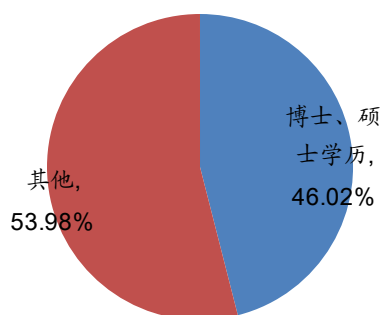
2. 研发能力助产品升级，营销创新扩市场未来

公司的核心竞争力在于：一是研发优势，其技术与产品引领行业发展趋势，拥有多名行业专家组成的核心管理与技术团队，从业年限平均超过 20 年；二是营销优势，持续推进品牌营销、技术服务营销和大团队营销。

2.1 研发技术齐增长，成果转化量显著

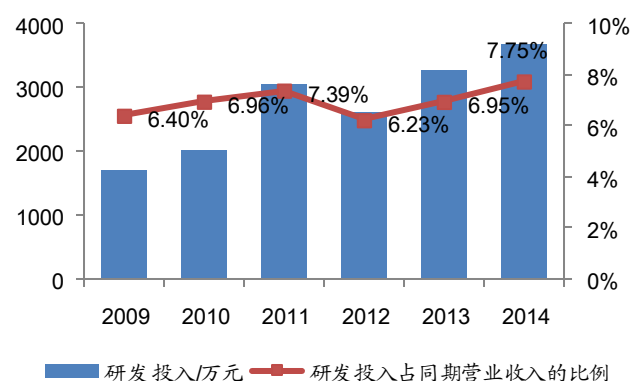
研发团队与投入均属业内领先。(1) 公司结合内部培养与外部引进等方式，形成国内兽药行业一流的研发团队。目前，公司的技术研发团队共有 176 人，占员工总数的 16.27%，其中博士、硕士学历的技术人员有 81 人，占技术研发人员总数的 46.02%。(2) 在研发投入方面，公司每年的研发投入支出占营业收入的比例均不低于 6%，2014 年达到 7.75%。2009-2014 年公司研发投入共计约 1.64 亿元，在同行业中处于领先水平。

图 6: 公司研发团队中硕士以上学历占比 46.02%



数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 7: 2009-2014 年公司研发投入占比不低于 6%



数据来源: 招股说明书, 西南证券

研发成果显著，研发模式多样。（1）依托科学的自主研发机制，公司累计申请发明专利362项，其中获得国家发明专利权60项。此外，公司共获得19个新兽药证书，41项兽药国家标准，10项省级以上科技进步奖。截至目前公司自主研发的项目中有7个产品进入新兽药注册阶段，产品上市可期。（2）公司在着力进行自主研发的同时，强力推进合作研发，先后与南京农业大学、哈兽研、施怀哲公司等国内外科研机构在兽用疫苗、高新制剂、动物专用抗生素等方面建立了紧密的合作研发关系，相继开发成功了用于预防猪和水禽重大疾病的猪圆环病毒2型灭活疫苗、鸭瘟灭活疫苗，其中猪圆环病毒2型灭活疫苗被认定为国家重点新产品。（3）公司依托国家兽用药品工程技术研究中心这一公共技术平台，已启动实施“1+20”战略，即通过与业内有实力的科研院所联合建立实验室或设立分中心，形成长期稳定的合作关系，强力推进产学研合作。

表 3: 公司正在进行的研发项目达 47 个

序号	项目名称	研发方式	所处阶段	拟达目标	技术水平
生物制品类					
1	新型疫苗佐剂	自主研发	实验室研究	规模化应用	国内领先
2	疫苗免疫增强剂	自主研发	实验室研究	规模化应用	国内领先
3	高密度发酵工艺技术	自主研发	实验室研究	规模化应用	国内先进
4	禽流感（H9亚型）灭活疫苗	自主研发	申请新兽药注册	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
5	新流二联灭活疫苗（浓缩苗）	自主研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
6	小鹅瘟精制蛋黄抗体	自主研发	申请新兽药注册	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
7	副猪嗜血杆菌病二价灭活疫苗（4、5型）	自主研发	申请新兽药注册	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
8	畜禽主要疫病快速诊断技术	自主研发	实验室研究	规模化应用	国内领先
9	鸡传染性法氏囊基因工程亚单位疫苗	自主研发	临床前研究	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
10	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感（H9亚型）、传染性法氏囊病四联灭活疫苗	自主研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
11	猪圆环、支原体二联灭活疫苗	自主研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
12	猪萎缩性鼻炎灭活疫苗	自主研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
13	鸡新城疫、禽流感（H9亚型）、鸡传染性法氏囊病三联灭活疫苗	自主研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
14	猪伪狂犬病灭活疫苗	自主研发	临床前研究	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
15	鸡传染性鼻炎二价灭活疫苗	自主研发	临床前研究	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
16	猪圆环病毒2型基因工程疫苗	合作研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
17	猪圆环病毒灭活疫苗（水佐剂）	合作研发	申请新兽药注册	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
18	猪支原体肺炎灭活疫苗（NJ株）研发	合作研发	申请新兽药注册	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
19	鸭瘟、禽流感（H9亚型）二联灭活疫苗	合作研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国际领先
20	猪伪狂犬基因工程耐热保护剂活疫苗	合作研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
21	鸡新城疫（LaSota株）、传染性支气管炎（M41株）、禽流感（H9N2亚型，Re-9株）三联灭活疫苗	合作研发	申请新兽药注册	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
22	鸡新城疫和传染性支气管炎（肾型疫苗株）二联活疫苗	合作研发	申请新兽药注册	新兽药证书及产品批准文号	国内领先

序号	项目名称	研发方式	所处阶段	拟达目标	技术水平
23	猪圆环病毒基因工程疫苗	合作研发	临床前研究	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
24	猪圆环病毒、副猪嗜血杆菌二联灭活疫苗	合作研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
25	猪细小病毒-乙型脑炎二联灭活疫苗	合作研发	临床前研究	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
26	新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗技术工艺	合作研发	申请新兽药注册	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
27	鸭黄病毒精制高免蛋黄抗体	合作研发	临床前研究	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
28	H9 亚型活载体疫苗产品研发	合作研发	临床前研究	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
29	狂犬病灭活疫苗	合作研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
30	猪传染性胸膜肺炎三价（1、5、7型）灭活疫苗	合作研发	临床前研究	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
31	禽流感 H9N2 亚型 1、4、6 分支三价灭活疫苗	合作研发	临床前研究	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
32	禽网状内皮组织增生病基因工程亚单位疫苗	合作研发	申请新兽药注册	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
33	高致病性猪繁殖与呼吸道综合征耐热保护剂活疫苗	合作研发	临床前研究	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
34	猪圆环病毒和细小病毒二联灭活疫苗	合作研发	临床前研究	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
化学类药品					
1	泰拉霉素原料药及制剂	自主研发	申请产品批文	发明专利、产品批准文号	国内先进
2	头孢噻唑注射液	自主研发	申请新兽药注册	发明专利、新兽药证书及产品批准文号	国际领先
3	盐酸氨丙啉乙氧酰胺苯甲酯磺胺嘧啶可溶性粉	自主研发	申请新兽药注册	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
4	五加芪口服液	自主研发	申请新兽药注册	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
5	五加芪粉	自主研发	申请新兽药注册	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
6	刺五加甘草颗粒	自主研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
7	刺五加甘草粉	自主研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
8	磺胺氯吡嗪钠二甲氧苄啶可溶性粉	自主研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内先进
9	甲氧普烯原料和复方非泼罗尼滴剂	自主研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
10	过硫酸氢钾复合盐粉	自主研发	临床试验	产品批准文号	国内先进
11	复方十大功劳颗粒	自主研发	临床试验	新兽药证书及产品批准文号	国内领先
12	创制新药大环内酯类抗生素原料药及其制剂的研究与开发	合作研发	临床前研究	新兽药证书	国内领先
13	过氧化银银离子溶液	合作研发	申请新兽药注册	新兽药证书	国内先进

数据来源：招股说明书，西南证券

2.2 营销模式有亮点，服务升级齐头进

实施经销商招标制，实现经销商与直销相结合的销售模式。（1）公司通过招标筛选经销商。公司根据经销商的渠道资源、市场地位、业务团队、技术服务能力等综合实力进行评估考察与筛选，目前公司在全国近 30 个省区及养殖密集区拥有约 350 个经销商。在后续经营过程中，公司对经销商业务团队的业务推广能力、技术服务质量、销售业务等指标建立跟踪档案，定期考核，同时匹配相应激励机制，形成长期合作关系。（2）与经销商共同开拓直销企业。大集团直销一方面由公司内部销售人员直接面对大集团客户进行推广，另一方面利用经销商当地的渠道资源进行直销客户的开拓，形成经销商与公司直销之间的有机互动。

表 4：公司主要销售模式及收入占比

销售模式	模式解读	收入占比/2014
政府招标采购	国家强制免疫的动物疫苗通过参与政府招标采购的方式销售给政府部门	36.50%
经销商渠道营销	在全国区域内选择拥有良好的渠道资源、市场地位、业务团队、技术服务能力的经销商建立销售渠道，负责当地区域的营销和技术服务	44.64%
大集团直销	公司直接面对大型养殖集团、规模化养殖场进行销售和服务。	18.86%

数据来源：招股说明书，西南证券

技术营销与大团队营销为全流程服务提供保障。（1）技术服务的全流程覆盖。公司配备多名技术服务总监与经理，同时依托国家中心成立专家团队，实现技术服务对产品售前、售中、售后的全流程覆盖。（2）内外部资源的协同效应。公司聘请国内 56 名岗位科学家和学科带头人，结合 200 多名公司自有销售及技术服务人员，同时联合外部经销商团队，形成 800 多人的销售团队，联合开展服务营销和技术营销。（3）组建联合实验室。公司与战略合作经销商在区域内组建联合实验室，为用户开展便捷的疫病诊断、免疫检测服务等。（4）营销服务体系升级。公司此次募集的资金将有 5381 万元用于营销服务体系升级，在全国建立 14 个营销服务中心。

3. 盈利预测与投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.07 元、1.20 元、1.38 元，对应市盈率分别为 42 倍、37 倍、32 倍。

公司目前估值水平中等，考虑到公司产品储备丰富，研发实力雄厚，政府渠道与市场渠道的良性发展，同时下游畜牧养殖市场自四月开始回暖，公司业绩有望实现进一步的突破，且公司在同类企业中市值较小（总市值 71.76 亿元，流通市值 17.94 亿元），业绩弹性较大，我们首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5: 行业内各企业估值情况

代码	证券简称	总市值亿元	流通市值亿元	市盈率 PE		
				TTM	15E	16E
600201.SH	金宇集团	218.76	216	50.51	41.42	32.21
300186.SZ	大华农	207.65	154	163.01	45.21	24.51
600195.SH	中牧股份	142.01	142.01	48.36	40.85	33.16
603718.SH	海利生物	139.19	34.80	141.18	117.71	73.22
002100.SZ	天康生物	117.14	103	54.96	37.36	28.62
300119.SZ	瑞普生物	80.05	41.78	233.62	61.55	40.53
002688.SZ	金河生物	64.70	32.80	81.30	--	--

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	475.69	501.18	567.59	657.82	净利润	140.26	170.52	191.70	221.31
营业成本	119.14	120.83	133.50	150.34	折旧与摊销	31.00	71.98	74.72	77.51
营业税金及附加	3.37	3.55	4.02	4.66	财务费用	-1.46	0.04	0.05	0.05
销售费用	106.87	107.53	122.77	142.82	资产减值损失	2.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	87.95	85.71	98.68	114.95	经营营运资本变动	-66.84	18.82	-13.67	-16.38
财务费用	-1.46	0.04	0.05	0.05	其他	45.83	-21.95	-1.76	-2.73
资产减值损失	2.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	151.21	239.42	251.04	279.76
投资收益	0.22	4.35	4.69	4.20	资本支出	-1.08	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-63.28	4.35	4.69	4.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-64.36	-25.65	-25.31	-25.80
营业利润	157.61	187.87	213.26	249.19	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.43	13.92	13.94	13.18	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	167.03	201.78	227.20	262.37	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	26.78	31.26	35.50	41.06	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	140.26	170.52	191.70	221.31	其他	-60.00	-0.04	-0.05	-0.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-60.00	-0.04	-0.05	-0.05
归属母公司股东净利润	140.26	170.52	191.70	221.31	现金流量净额	26.85	213.73	225.68	253.91
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	213.53	427.26	652.94	906.85	成长能力				
应收和预付款项	125.13	109.89	129.31	151.62	销售收入增长率	0.76%	5.36%	13.25%	15.90%
存货	52.57	71.42	77.81	88.75	营业利润增长率	-6.76%	19.20%	13.52%	16.85%
其他流动资产	0.23	0.24	0.27	0.32	净利润增长率	-13.88%	21.58%	12.42%	15.45%
长期股权投资	6.22	6.22	6.22	6.22	EBITDA 增长率	-3.22%	38.87%	10.83%	13.45%
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	294.17	266.39	235.88	202.58	毛利率	74.95%	75.89%	76.48%	77.15%
无形资产和开发支出	114.94	100.74	86.53	72.33	三费率	40.65%	38.57%	39.02%	39.19%
其他非流动资产	30.94	30.94	30.94	30.94	净利率	29.48%	34.02%	33.77%	33.64%
资产总计	837.72	1013.09	1219.91	1459.60	ROE	20.52%	19.96%	18.33%	17.47%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	22.29%	16.74%	16.83%	15.71%
应付和预收款项	61.86	65.79	74.14	83.51	ROIC	27.50%	34.51%	42.24%	52.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.34%	51.86%	50.75%	49.67%
其他负债	92.28	93.19	99.96	108.96	营运能力				
负债合计	154.14	158.98	174.10	192.48	总资产周转率	0.61	0.54	0.51	0.49
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	固定资产周转率	1.90	1.98	2.55	3.47
资本公积	53.09	53.09	53.09	53.09	应收账款周转率	6.10	6.33	6.58	6.62
留存收益	510.49	681.01	872.72	1094.03	存货周转率	1.69	1.37	1.43	1.44
归属母公司股东权益	683.59	854.11	1045.81	1267.12	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	104.29%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	683.59	854.11	1045.81	1267.12	资产负债率	18.40%	15.69%	14.27%	13.19%
负债和股东权益合计	837.72	1013.09	1219.91	1459.60	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.12	4.67	5.91	7.00
					速动比率	2.70	4.12	5.38	6.46
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.88	1.07	1.20	1.38
					每股净资产	4.27	5.34	6.54	7.92
					每股经营现金	0.95	1.50	1.57	1.75
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	187.14	259.89	288.03	326.75					
PE	51.16	42.08	37.43	32.42					
PB	10.50	8.40	6.86	5.66					
PS	15.09	14.32	12.64	10.91					
EV/EBITDA	27.45	18.95	16.31	13.60					
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 15 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zja@swsc.com.cn

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

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn