



公司内外双管齐下, 利润突破指日可待

- **事件:** 近日, 我们与公司管理层就业务情况与未来发展进行了深入沟通。
- **研产销一体化企业, 涉足全产业链多领域。** 公司主营动物疫苗和化药, 拥有兽用生物制品 68 种, 兽用制剂 345 种, 产品批准文号 413 个。(1) 今年一季度公司营业收入达 1.72 亿元, 增长率为 29.86%, 有小幅回升; 净利润为 0.27 亿元, 同比增速为 36.53%, 基本与 2014 年全年净利持平。(2) 2014 年公司兽用生物制品和化药占比分别为 54.41% 和 45.45%, 结构较为稳定。其中兽用生物制品营收为 3.25 亿元, 较上年降低 22.44%。
- **产能基础有保障, 研发营销多处开花。** (1) 公司共拥有 6 个生产基地, 30 条大型生产线。生物制品基地年产能: 禽畜活疫苗至少 121.2 亿羽(头)份, 灭活疫苗至少 18 亿毫升。(2) 2014 年公司研发投入占营收比为 9.65%, 业内领先。公司累计共取得新兽药注册证书 35 项、专利授权 76 项、注册商标 69 项。公司的猪支原体肺炎灭活疫苗, 猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗等三个产品计划会于今年三季度上市, 预计第一个完整年度销量能达到 1 亿元。(3) 公司专业营销技术服务团队超过 500 人, 建设有 4 大服务中心, 成立瑞普养禽技术学院, 组织 700 多场技术营销服务中心会议。
- **实施员工持股计划, 展示公司全面信心。** 此次募集资金不超过 11,160 万元, 认购股份不超过 6,966,292 股, 发行价为 16.02 元/股, 存续期为 48 个月, 锁定期为 36 个月, 参与者包括公司高管及核心骨干。本次员工持股计划将员工与公司利益高度绑定, 彰显公司信心并激发员工动力, 公司后期表现可期。
- **积极促成收购计划, 优势互补成长可期。** 公司拟发行约 1003 万股并支付现金 5009 万元购买华南生物 65.02% 的股权, 加上原有的 31.98%, 最终持股达 97%。此次收购 (1) 一方面实现公司在东南区域的份额增长, 今年华南生物 50% 的增速确定性较高, 营收有望突破 1 亿元, 公司完成此次收购后, 华南区域占比将大幅提升至 20%; (2) 另一方面实现产品互补, 华南生物拥有全国唯一的水禽专用禽流感 (H5 亚型) 灭活疫苗, 且已在 2014 年春防进入招标体系, 考虑到 2014 年 40.67 亿只的水禽出栏量, 按 1 毛计算, 公司约有 4 亿元的空间。此外禽流感 (H5N2 亚型, D7+rD8) 二价灭活疫苗已取得临床批文, 预计明年上半年取得新兽药证书。目前禽流感疫苗市场总量约为 30-36 亿, 华南生物预期能获得 10% 的市场份额。
- **业绩预测与估值:** 我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.29 元、0.31 元和 0.34 元, 对应的 PE 为 44 倍、40 倍和 37 倍, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 下游养殖业规模化或进展缓慢; 公司收购项目收益或不达预期; 产业基金投资项目收益或不达预期。

西南证券研究发展中心

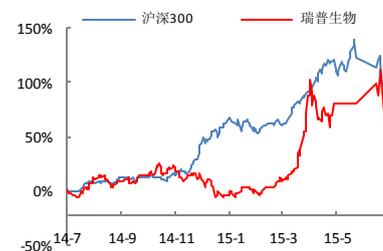
分析师: 熊莉

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)	3.89
流通 A 股(亿股)	2.03
52 周内股价区间(元)	9.25-12.97
总市值(亿元)	50.47
总资产(亿元)	20.17
每股净资产(元)	4.22

相关研究

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	585.20	835.46	1036.24	1251.74
增长率	-22.48%	42.77%	24.03%	20.80%
归属母公司净利润(百万元)	27.13	111.86	122.03	133.82
增长率	-82.15%	312.35%	9.09%	9.66%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.29	0.31	0.34
净资产收益率 ROE	1.67%	6.48%	6.70%	6.94%
PE	180.17	43.69	40.05	36.53
PB	2.83	2.66	2.52	2.38

数据来源: WIND, 西南证券

目 录

1. 打造研产销一体化，涉足全产业链多领域	1
2. 内部深化，实现纵向成长	2
2.1 六大基地，产能后盾	2
2.2 研发能力，行业翘楚	3
2.3 营销服务，广泛深入	4
2.4 内生激励，后市可期	5
3. 外部延展，实现横向扩张	5
3.1 收购华南生物，实现南北互补	5
3.2 增持中岸生物，涉足产业基金	6
4. 盈利预测与投资建议	7

图 目 录

图 1: 2007-2015Q1 公司营业收入有小幅波动.....	1
图 2: 2007-2015Q1 公司综合毛利率保持稳定.....	1
图 3: 2007-2015Q1 年公司净利润受市场影响有一定波动.....	1
图 4: 公司产品覆盖区域相对集中在华东、华中和华北.....	1
图 5: 2012-2014 年公司主要产品分布情况.....	2
图 6: 2007-2014 年兽用生物制品收入情况.....	2
图 7: 2012-2014 年公司研发投入呈增长趋势.....	3
图 8: 2014 年公司研发投入在行业内领先.....	3
图 9: 公司销售和技术服务人员占比达 30.25%.....	4
图 10: 公司多方位服务体系建设.....	5
图 11: 华南生物有望在 2015 年冲刺 1 亿元营收.....	6
图 12: 2013-2015E 中岸生物营收与净利情况.....	7

表 目 录

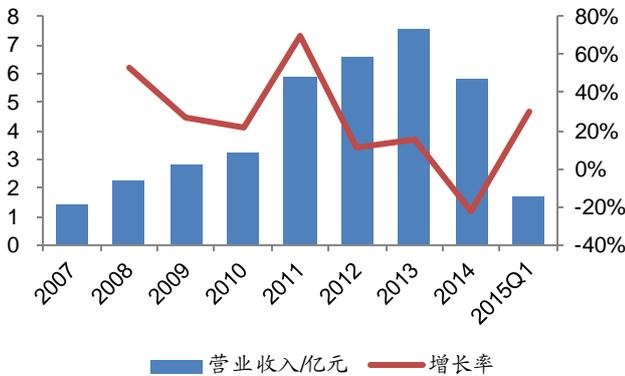
表 1: 公司 6 大生产基地情况.....	2
表 2: 公司重要在研项目进展.....	3
表 3: 公司股票期权激励情况一览表.....	5
表 4: 华南生物主要产品情况.....	6
表 5: 公司产业基金收购情况.....	7
表 6: 行业内各企业估值情况.....	8
表 7: 公司收入成本预测.....	8
附表: 财务预测与估值.....	9

1. 打造研产销一体化，涉足全产业链多领域

瑞普生物为一家研产销一体化的高新技术企业，主营动物疫苗和化药。公司拥有兽用生物制品 68 种，兽用制剂 345 种，产品批准文号 413 个。主要产品包括 H9 亚型禽流感、鸡新城疫、鸡传染性支气管炎、猪瘟、猪圆环、猪蓝耳、猪支原体肺炎等，今年 2 月份获得了牛羊布病的生产文号。公司控股股东李守军，担任公司董事长、总经理，持股比例 42.78%。

主营业务收入有小幅波动。2007 至 2014 年公司营业收入保持稳定增长，期间伴有小幅波动，复合增长率为 23.53%。2014 年营业收入为 5.85 亿元，增速为 -22.48%。由于下游禽畜养殖行业供需失衡，行情低迷，加上流感、食品安全等事件的冲击，导致公司出现负增长。今年一季度公司营业收入达 1.72 亿元，增长率为 29.86%，有小幅回升，行情开始回暖。

图 1: 2007-2015Q1 公司营业收入有小幅波动



数据来源: wind, 西南证券

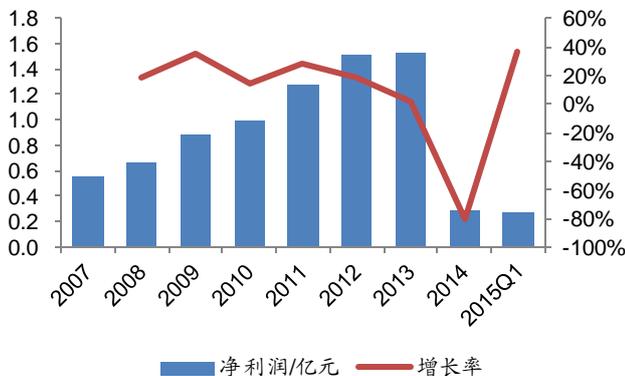
图 2: 2007-2015Q1 公司综合毛利率保持稳定



数据来源: wind, 西南证券

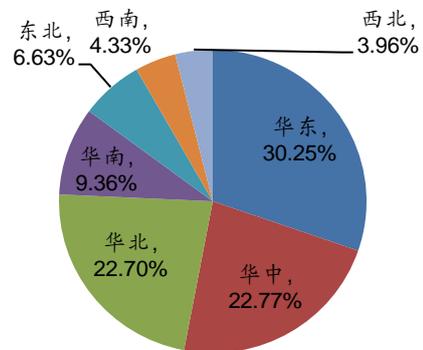
盈利水平基本保持稳定。2007 至 2015 年第一季度，公司毛利率保持稳定，均值为 64.75%，处于行业平均水平。2007 至 2012 年公司净利润稳步提升至 1.53 亿元，2014 年净利润大幅跳水，为 0.29 亿元，较上年降低 81.16%。一方面是因为营业收入降低，另一方面是由于公司的销售费用和管理费用同增长，两者作用下导致净利润大幅受挫。2015 年一季度有回暖迹象，净利润达到 0.27 亿元，同比增速为 36.53%，基本与 2014 年一年净利持平，今年有望实现大幅度的增长。

图 3: 2007-2015Q1 年公司净利润受市场影响有一定波动



数据来源: wind, 西南证券

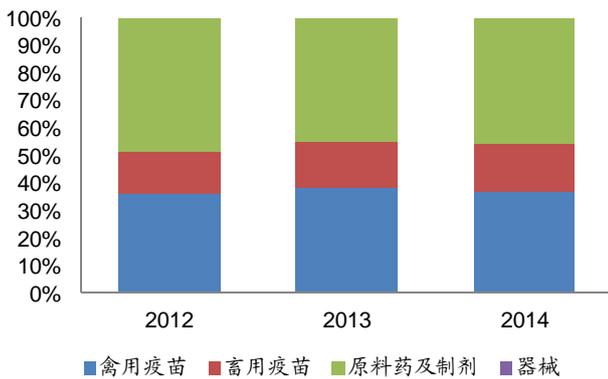
图 4: 公司产品覆盖区域相对集中在华东、华中和华北



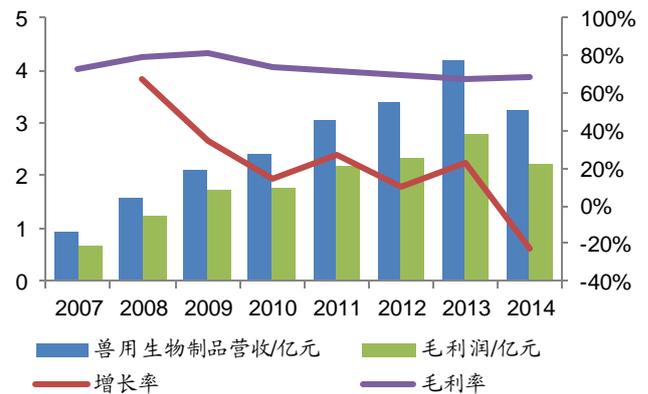
数据来源: wind, 西南证券

核心产品增长基本稳定。2014 年公司兽用生物制品和化药占比分别为 54.41% 和 45.45%，结构较为稳定。兽用生物制品中禽用疫苗、畜用疫苗分别占比 67.08% 和 32.92%，近年来畜用疫苗占比有提升的迹象。2014 年兽用生物制品营收为 3.25 亿元，较上年降低 22.44%，其中市场苗和招标苗比例约为 5:1。由于市场苗销售受养殖业景气周期影响较大，所以 2014 年公司核心产品业绩有所下降。

覆盖区域相对全面。公司营销网络覆盖全国七大销售片区，2014 年公司在华东、华中、华北的销售比例分别为 30.25%、22.77%、20.70%，其他区域相对薄弱。

图 5: 2012-2014 年公司主要产品分布情况


数据来源: wind, 西南证券

图 6: 2007-2014 年兽用生物制品收入情况


数据来源: wind, 西南证券

2. 内部深化，实现纵向成长

2.1 六大基地，产能后盾

公司在全国共拥有 6 个生产基地，30 条大型生产线。其中生物制品基地分布在河北、天津、湖南，年产禽畜用活疫苗至少 121.2 亿羽（头）份，灭活疫苗至少 18 亿毫升。化药方面，公司在天津、湖北、内蒙古拥有 3 个生产基地，至少 8 条大型生产线。

表 1: 公司 6 大生产基地情况

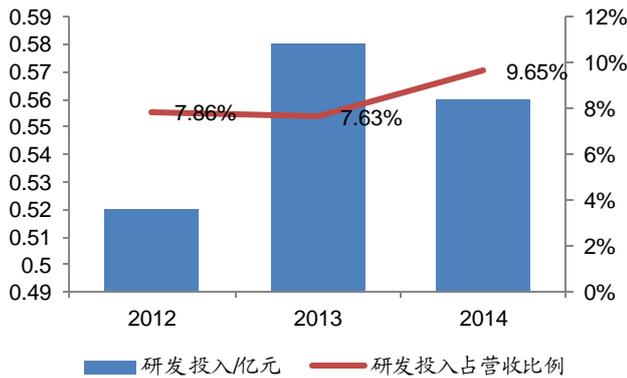
编号	基地名称	地区	基地描述
1	瑞普（保定）生物药业有限公司	河北	拥有 4 个 GMP 车间，10 条生产线，产品涉及禽、猪及犬用 3 大系列、40 多个品种，年产禽猪用活疫苗 120 亿羽（头）份，灭活疫苗 12 亿毫升
2	瑞普高科生物药业有限公司	天津	拥有 5 条细胞苗、胚毒、细胞灭活疫苗生产线，年产畜禽灭活疫苗 6 亿毫升
3	中岸生物药业有限公司	湖南	拥有 1 个 GMP 生产车间，3 条生产线，可生产鸡、猪 2 大系列、29 个品种，年产畜禽用活疫苗 1.2 亿羽（头）份
4	瑞普（天津）生物药业有限公司	天津	——
5	龙翔药业有限公司	湖北	拥有 8 个生产车间，主要生产原料药
6	瑞普大地生物药业有限公司	内蒙古	拥有 8 条大型生产线

数据来源: 公司官网, 西南证券

2.2 研发能力，行业翘楚

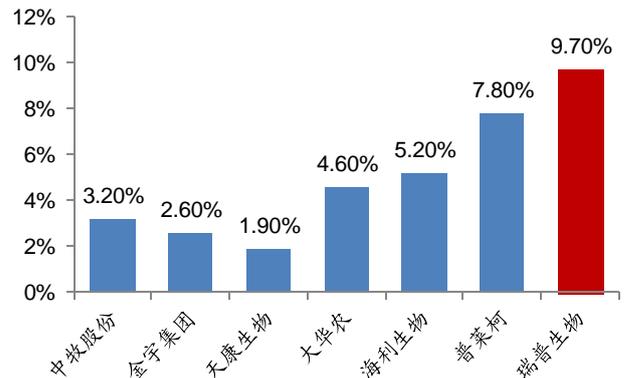
研发投入业内领先。2012至2014年公司研发投入占营业收入分别为7.86%、7.63%和9.65%，呈逐年递增的趋势。从行业均值5%来看，公司的研发投入占比保持领先态势。公司研发人员数量达到242人，占员工总数的12.87%。

图 7: 2012-2014 年公司研发投入呈增长趋势



数据来源: 2014 年年报, 西南证券

图 8: 2014 年公司研发投入在行业内领先



数据来源: wind, 西南证券

新产品研发成果丰厚。2014年公司取得新兽药注册证书5项,兽药生产批准文号26项,今年一季度取得发明专利3项,新兽药注册证书3项,兽药产品批准文号10项。公司累计共取得新兽药注册证书35项、专利授权76项、注册商标69项。其中鸡新城疫、传染性支气管炎二联灭活疫苗(LaSota株+Jin13株)获得首要生产批准文号,公司的猪支原体肺炎灭活疫苗,猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗(HB08株+ZJ08株)等三个新产品在正常情况下会于三季度上市,公司预计第一个完整年度销量能达到1亿元。

表 2: 公司重要在研项目进展

编号	项目名称	项目进展
1	新城疫重组病毒灭活疫苗(A-VII株)	已获得《新兽药注册证书》,注册为一类新兽药
2	鸡新城疫、传染性支气管炎二联灭活疫苗(LaSota株+Jin13株)	已获得《新兽药注册证书》和兽药生产批准文号
3	猪支原体肺炎灭活疫苗	已获得《新兽药注册证书》
4	仔猪副伤寒耐热保护剂活疫苗(CVCC79500株)	已获得《新兽药注册证书》
5	鸡新城疫、传染性法氏囊病二联灭活疫苗(LaSota株+HQ株)	已获得《新兽药注册证书》
6	鸭出血性卵巢炎病毒灭活疫苗(HB株)	申报新兽药过程中。根据初审意见已完成补充试验,拟提交补充报告
7	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗(HB08株+ZJ08株)	申报新兽药过程中。已提交质量复合样品,即将进行质量复检
8	禽流感DNA疫苗(H5亚型,pH5-GD)	根据评审意见完成补充试验,拟提交补充报告。工艺优化进展顺利
9	I型鸭肝炎病毒卵黄抗体	正在中国兽医药品检查所进行产品质量复检
10	小鹅瘟病毒卵黄抗体	已向中国兽医药品检查所提交质量符合样品,即将进行产品质量复检
11	鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征、传染性法氏囊病四联灭活疫苗(LaSota株+M41株+Z16株+HQ株)	已通过农业部新兽药评审初审,提交了质量复核检验样品,目前正在中国兽药监察所进行质量复检。
12	复方磺胺嘧啶混悬液	产品已完成上市
13	硫酸头孢喹肟乳房注入剂(泌乳期)	已获得《新兽药注册证书》
14	紫锥菊根、紫锥菊根末	已获得《新兽药注册证书》

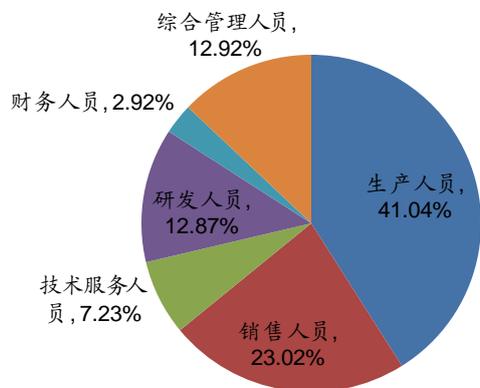
编号	项目名称	项目进展
15	硫酸头孢噻肟乳房注入剂（干奶期）	已通过技术评审，三批样品质量复检中
16	黄芪多糖粉	完成不同产地原料筛选与生产工艺研究，准备进行中试生产

数据来源：2014 年年报，西南证券

2.3 营销服务，广泛深入

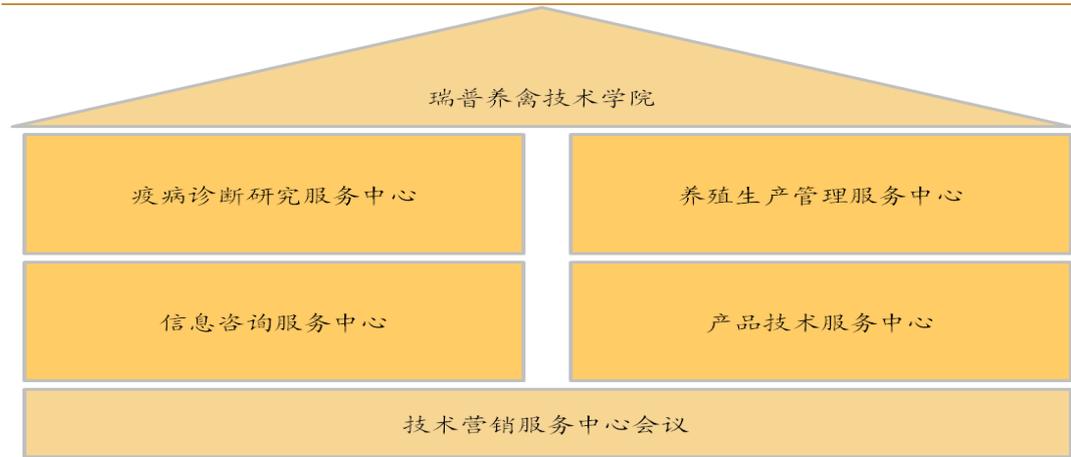
营销网络大支持人员多。(1)公司在国内 29 个省市自治区建立分销机构，一级客户 1850 家，二级客户 20000 多家的营销网络；同时，公司与国内 36 家大型一条龙养殖集团以及 95 家中型养殖企业保持着密切的合作与联系。(2)公司有超过 500 人的专业营销技术服务团队，占总数的 30.25%，其中博士、硕士 32 名，本科 140 多名。

图 9：公司销售和技术服务人员占比达 30.25%



数据来源：2014 年年报，西南证券

多方位完善服务体系建设。(1)公司建设 4 大服务中心，包括疫病诊断研究服务中心、养殖生产管理服务中心、信息咨询服务中心、产品技术服务中心，实现为不同客户提供差异化服务的目标。(2)公司成立“瑞普养禽技术学院”，实现对内外部技术人员展开专业化的技术培训，从而更好的实现对外服务。(3)组织 700 多场技术营销服务中心会议，全方位解决客户疑问。(4)动物疫病监测诊断中心全年为 2213 家客户检测样品，共计 89756 份，一方面为客户解决难题，另一方面为公司提供更有针对性的数据，实现双赢。

图 10: 公司多方位服务体系建设


数据来源: 西南证券

2.4 内生激励, 后市可期

激励机制到位, 后期表现可期。2015年6月, 公司公告拟实施员工持股计划, 参与人包括公司董事、监事、高级管理人员及核心骨干。此次募集资金不超过 11,160 万元, 认购股份不超过 6,966,292 股, 发行价为 16.02 元/股, 存续期为 48 个月, 锁定期为 36 个月。本次员工持股计划将员工与公司利益高度绑定, 彰显公司信心并激发员工动力, 公司后期表现可期。

表 3: 公司股票期权激励情况一览表

编号	日期	具体情况
1	2012年2月2日	董事会、监事会同意授予 171 名激励对象 520 万份股票期权
2	2012年12月13日	董事会、监事会同意向 29 名激励对象授予 67.6 万份预留股票期权
3	2015年6月9日	公司拟实施员工持股计划, 规模为 1.12 亿元, 发行价格为 16.02 元/股

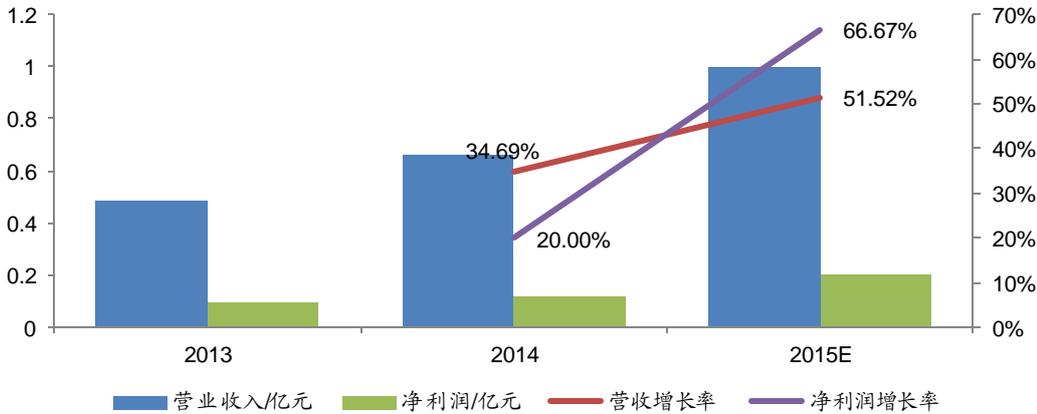
数据来源: 公司公告, 西南证券

3. 外部延展, 实现横向扩张

3.1 收购华南生物, 实现南北互补

2015年6月, 公司公告拟发行约 1003 万股并支付现金 5009 万元购买华南生物 65.02% 的股权, 加上原有的 31.98%, 最终持股达 97%。华南生物为华南地区领先的禽流感疫苗研发生产企业, 并拥有国内首次批准的水禽 H5 亚型禽流感防控专用疫苗产品, 拥有 2 个灭活疫苗 GMP 生产车间, 可年产各类兽用生物制品 50 亿羽份。

实现南北方市场区域互补。公司在华南区域的营收占比为 9.36%, 远低于华东、华北和华中区域。华南生物拥有全国销售网络, 年复合增长率在 25%至 35%之间, 今年其 50%的增速确定性较高, 营收有望突破 1 亿元, 华南生物在未来会进入快速增长期。公司完成此次收购后, 华南区域占比将大幅提升至 20%, 实现华东、华北、华中、华南四大区域均衡发展。另外, 公司收购华南生物后, 获得禽流感招标苗资质, 进一步打开了销售渠道。

图 11: 华南生物有望在 2015 年冲刺 1 亿元营收


数据来源: 公司公告, 西南证券

实现产品资源优势互补。华南生物拥有 H5 亚型禽流感灭活疫苗产品以及后续开发的 H5 亚型禽流感相关优势产品资源, 填补了瑞普生物一直以来在禽用疫苗方面的产品空缺。(1) 华南生物拥有全国唯一的水禽专用禽流感 (H5 亚型) 灭活疫苗, 该产品在 2014 年春防开始正式进入招标体系, 考虑到 2014 年 40.67 亿只的水禽出栏量, 按 1 毛计算, 公司约有 4 亿元的空间, 公司的营收规模将有一个质的飞跃。(2) 公司与华南农业大学合作研发的禽流感 (H5N2 亚型, D7+rD8) 二价灭活疫苗已取得临床批文, 预计明年上半年取得新兽药证书。目前禽流感招标苗和市场苗容量分别在 20 亿、15 亿左右, 总量约为 30-36 亿, 华南生物预期能拿下 10% 的市场。

表 4: 华南生物主要产品情况

序号	产品名称	具体情况 (2014 年数据)
1	禽流感灭活疫苗 (H9 亚型, SS 株)	-
2	鸡新城疫灭活疫苗 (La Sota 株)	-
3	鸡新城疫病毒 (La Sota 株)、禽流感病毒 (H9 亚型, SS 株) 二联灭活疫苗	年产 1 亿羽份, 市占率 40% (国内第一)
4	鸡新城疫、减蛋综合征二联灭活疫苗 (La Sota 株+京 911 株)	-
5	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型) 三联灭活疫苗 (La Sota 株+M41 株+SS 株)	年产 5000 万羽份, 市占率超 50% (国内第一)
6	禽流感灭活疫苗 (H5N2 亚型, D7 株)	年产 4 亿羽份, 市占率 100%

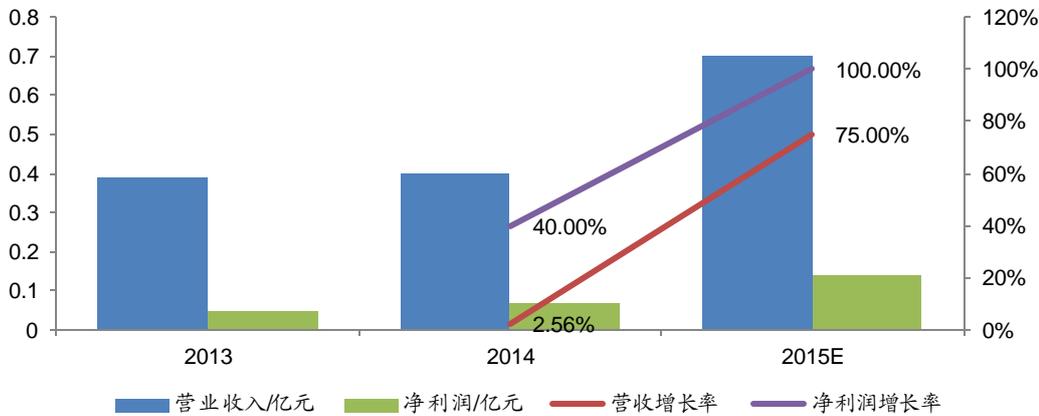
数据来源: 公司公告, 西南证券

3.2 增持中岸生物, 涉足产业基金

增持中岸生物, 构建产业集群。2015 年 6 月, 公司公告拟发行 460 万股增持中岸生物 36.10% 的股权, 最终持股达 92%。(1) 中岸生物是湖南省唯一一家专业从事研、产、销猪禽疫苗的高新技术企业, 拥有 8 条生产线, 30 项国家兽药产品批准文号, 年产畜禽用疫苗 100 亿羽 (头) 份。今年一季度中岸生物营收为 1,687 万元, 净利润 457 万元, 增速明显加快。随着活疫苗车间改造及新建灭活疫苗车间的投产, 中岸生物盈利能力将大幅度提升, 今年有望翻番, 并直接有助于上市公司增加合并利润。(2) 公司此次收购, 结合已有的三家疫

苗生产企业，可形成生物制品产业集群，实现研发资源、生产资源、渠道资源、人才资源等方面的系统性整合。

图 12: 2013-2015E 中岸生物营收与净利情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

涉足产业基金，加快外延步伐。公司原拥有瑞济基金 17.5% 的份额，后继续投资，出资比例提升至 35%，成为瑞济基金最大的出资方。该基金是获得国家发改委、财政部批复所设立的国家参股的新兴产业创投基金，投资规模为 2.5 亿元，已正式开始运营，且有多个项目进入投资洽谈、决策阶段。公司涉足产业投资基金，有利于加快对动保行业优质创新项目的储备，为后期的外延式扩张做好后备。

表 5: 公司产业基金收购情况

交易对方/最终控制方	被收购资产	交易价格	对公司的影响
中瑞华普科技有限公司	瑞济基金 12% 的财产份额	3000 万元	加快推进公司在动物保健及相关产业扩张,同时布局新兴产业,获取新的投资机会和利润增长点
天津瑞普投资有限公司	瑞济基金 5.5% 的财产份额	1375 万元	加快推进公司在动物保健及相关产业扩张,同时布局新兴产业,获取新的投资机会和利润增长点
中瑞华普科技有限公司	瑞久创业 70% 的股权	350 万元	提升公司投资并购能力,加快公司外延式发展的步伐

数据来源: 2014 年年报, 西南证券

4. 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.29 元、0.31 元和 0.34 元，对应的 PE 为 44 倍、40 倍和 37 倍。

基于公司今年收购华南生物、中岸生物的考虑，我们预计 2015 年公司合并利润将实现大幅度的增加。同时随着公司下半年三个新产品的上市，市场预期良好，市场空间将在 2016 年得到释放。另外，华南生物在水禽专用禽流感 (H5 亚型) 灭活疫苗、禽流感 (H5N2 亚型, D7+rD8) 二价灭活疫苗方面的领先地位，增加了瑞普生物未来的想象空间，我们预计禽流感二价灭活疫苗有望在 2017 年投产。目前，公司总市值 50.47 亿元，流通市值 26.35 亿元，业绩弹性很大，我们首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6: 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	198	195	46.27	38.45	29.73
300186.SZ	大华农	184	136	160.26	44.45	24.10
600195.SH	中牧股份	94.94	94.94	34.09	28.80	23.38
603566.SH	普莱柯	64.37	16.09	46.71	39.27	32.71
002100.SZ	天康生物	78.32	69.11	38.66	26.28	20.13
603718.SH	海利生物	81.98	20.50	89.18	74.30	43.57
002688.SZ	金河生物	64.70	32.80	81.30	-	-

数据来源: Wind, 西南证券

表 7: 公司收入成本预测

单位: 万元	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
总计							
营业收入	58,771.33	65,639.39	75,490.44	58,519.70	83,546.4	103,624.0	125,173.6
yoy		11.69%	15.01%	-22.48%	42.77%	24.03%	20.80%
营业成本	26,042.76	27,326.05	30,688.11	23,711.58	31,389.1	38,621.3	46,893.0
毛利率	55.69%	58.37%	59.35%	59.48%	62.43%	62.73%	62.54%
兽用生物制品							
营业收入	30736.95	33972.7	41841.64	32451.94	55,817.34	73,678.88	92,835.39
yoy		10.53%	23.16%	-22.44%	72.00%	32.00%	26.00%
营业成本	8,841.36	10499.18	13833.12	10330.38	16,298.66	22,472.06	28,871.81
毛利率	71.24%	69.10%	66.94%	68.17%	70.80%	69.50%	68.90%
原料药及制剂							
营业收入	28881.56	32554.29	34763.55	27108.6	27,650.77	29,862.83	32,251.86
yoy		12.72%	6.79%	-22.02%	2.00%	8.00%	8.00%
营业成本	18,318.72	18115.98	18156.09	14762.26	15,042.02	16,096.07	17,964.29
毛利率	36.57%	44.35%	47.77%	45.54%	45.60%	46.10%	44.30%
器械							
收入		147.42	145.45	87.02	78.32	82.23	86.35
yoy			-1.34%	-40.17%	-10.00%	5.00%	5.00%
成本		57.91	118.93	57.50	48.40	53.12	56.90
毛利率		60.72%	18.23%	33.92%	38.20%	35.40%	34.10%

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	585.20	835.46	1036.24	1251.74	净利润	28.87	119.03	129.85	142.39
营业成本	237.12	313.89	386.21	468.93	折旧与摊销	40.90	98.00	116.34	126.93
营业税金及附加	3.28	4.68	5.80	7.01	财务费用	-7.38	-0.29	-0.36	-0.44
销售费用	225.88	260.54	338.45	415.07	资产减值损失	2.73	0.00	0.00	0.00
管理费用	102.74	133.02	167.19	204.04	经营营运资本变动	9.78	-116.26	-125.21	-128.12
财务费用	-7.38	-0.29	-0.36	-0.44	其他	53.47	-21.95	-1.76	-2.73
资产减值损失	2.73	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	128.37	78.52	118.85	138.02
投资收益	-0.08	4.35	4.69	4.20	资本支出	-144.24	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	41.55	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	-102.69	-25.65	-25.31	-25.80
营业利润	20.75	127.98	143.64	161.34	短期借款	2.00	-25.00	0.00	0.00
其他非经营损益	18.53	21.76	21.77	21.23	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	39.29	149.75	165.40	182.56	股权融资	15.19	0.00	0.00	0.00
所得税	10.42	30.71	35.55	40.17	支付股利	-38.79	-6.92	-28.55	-31.15
净利润	28.87	119.03	129.85	142.39	其他	-5.61	0.29	0.36	0.44
少数股东损益	1.74	7.17	7.82	8.57	筹资活动现金流净额	-27.20	-31.63	-28.19	-30.71
归属母公司股东净利润	27.13	111.86	122.03	133.82	现金流量净额	-1.53	21.24	65.35	81.52
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	411.88	433.13	498.48	580.00	成长能力				
应收和预付款项	338.32	447.62	568.72	687.38	销售收入增长率	-22.48%	42.77%	24.03%	20.80%
存货	142.84	218.08	269.45	330.09	营业利润增长率	-86.23%	516.65%	12.23%	12.32%
其他流动资产	9.29	13.26	16.45	19.87	净利润增长率	-81.16%	312.35%	9.09%	9.66%
长期股权投资	2.84	2.84	2.84	2.84	EBITDA 增长率	-68.12%	315.79%	15.03%	10.87%
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	802.93	755.72	690.17	614.03	毛利率	59.48%	62.43%	62.73%	62.54%
无形资产和开发支出	233.54	212.75	191.96	171.17	三费率	54.90%	47.07%	48.76%	49.42%
其他非流动资产	41.30	41.30	41.30	41.30	净利率	4.93%	14.25%	12.53%	11.38%
资产总计	1982.94	2124.71	2279.39	2446.68	ROE	1.67%	6.48%	6.70%	6.94%
短期借款	25.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.65%	1.46%	5.60%	5.70%
应付和预收款项	132.17	177.12	221.35	266.94	ROIC	0.74%	7.26%	7.64%	8.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.28%	27.01%	25.05%	22.99%
其他负债	100.06	109.77	118.92	129.38	营运能力				
负债合计	257.23	286.89	340.27	396.33	总资产周转率	0.29	0.41	0.47	0.53
股本	389.15	389.15	389.15	389.15	固定资产周转率	1.80	1.97	1.96	2.32
资本公积	816.15	816.15	816.15	816.15	应收账款周转率	1.96	2.67	2.56	2.50
留存收益	409.62	514.56	608.04	710.70	存货周转率	1.62	1.52	1.47	1.46
归属母公司股东权益	1614.91	1719.85	1813.33	1915.99	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	111.17%	—	—	—
少数股东权益	110.80	117.97	125.79	134.36	资本结构				
股东权益合计	1725.71	1837.82	1939.12	2050.36	资产负债率	12.97%	13.50%	14.93%	16.20%
负债和股东权益合计	1982.94	2124.71	2279.39	2446.68	带息债务/总负债	9.72%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.82	5.13	5.01	4.96
					速动比率	4.06	4.12	4.01	3.95
					股利支付率	142.98%	6.19%	23.40%	23.28%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	54.28	225.69	259.61	287.83	每股收益	0.07	0.29	0.31	0.34
PE	180.17	43.69	40.05	36.53	每股净资产	4.43	4.72	4.98	5.27
PB	2.83	2.66	2.52	2.38	每股经营现金	0.33	0.20	0.31	0.35
PS	8.35	5.85	4.72	3.90	每股股利	0.10	0.02	0.07	0.08
EV/EBITDA	82.16	19.55	16.75	14.82					
股息率	0.79%	0.14%	0.58%	0.64%					

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

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@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）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@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