

否极泰来，主营业绩底部反转

- 业绩总结:** 2015年上半年,公司实现营业收入8.1亿元,比去年同期增加44.7%;实现归母净利润2610万元,同比增加181.8%;Q2季度实现营业收入4.2亿元,同比增加79.8%,环比Q1增加8.2%;实现归属于母公司的净利润1417万元,同比增加1229%,环比Q1增加18.8%。
- 跨越层层困难,2015年业绩底部反转。**公司2014年主要生产装置停工检修,恰逢原油价格大幅下跌,影响公司业绩。15年,主要生产装置正常投产,成本控制初见成效,聚丙烯装置丙烯单耗下降到历史低点,气分厂通过工艺优化和改造大幅降低单位加工成本,主营化工产品价格反弹,制约公司障碍已然跨过,业绩底部反转板上钉钉。
- 油品升级添动力,邻甲酚投产。**国务院常务会议确定加快成品油质量升级措施,推动大气污染治理和企业技术升级。在油气升级过程中,高辛烷值产品制成的调和汽油以其低廉价格和数量灵活性更受青睐,MTBE因其优异的性能仍将是我国最主要的汽油调和组分。而作为公司主要盈利产品的低硫高品质MTBE,将受到市场的青睐,获得大力发展。邻甲酚是国内较为紧缺的精细化学品,具有良好的发展潜力与市场前景,随着邻甲酚投产,将优化公司产品结构,为公司增长添一助力。
- 生物疫苗,打开无尽想象空间。**岳阳兴长参股子公司芜湖康卫研发的口服重组幽门螺杆菌疫苗,作为国家一类新药生物药品,已于2009年获得国家药监局合法新药批准证书。幽门螺杆菌是大多数胃病主要致病因素,且全球感染率达50%,目前全世界尚无同类疫苗。09年公司描述的疫苗价格是200-300元/人份,疫苗预售价格上涨诉求巨大,经测算合理出厂价格应该在780元/人份左右。初期市场空间将达到约660亿,后续疫苗发展,市场容量将进一步扩张。但目前项目进展进度低于预期。
- 盈利预测及评级:**公司成本控制效果显现加之油品升级带动需求向好,我们预计公司2015-2017年每股收益分比为0.31元、0.35元和0.47元。对应动态PE为72倍、64倍和47倍,由于疫苗进展低于预期,下调至“增持”评级。
- 风险提示:**油品升级不及预期的风险;邻甲酚产能释放不足的风险;胃病疫苗上市不及预期的风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxd@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)	2.46
流通A股(亿股)	2.46
52周内股价区间(元)	14.24-63.71
总市值(亿元)	54.59
总资产(亿元)	8.01
每股净资产(元)	2.80

相关研究

- 岳阳兴长(000819): 内外兼修,蓄势待发 (2015-04-14)

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1460.87	2016.20	2418.27	2781.19
增长率	-24.09%	38.01%	19.94%	15.01%
归属母公司净利润(百万元)	40.57	76.01	85.76	115.07
增长率	-35.04%	87.33%	12.83%	34.17%
每股收益EPS(元)	0.16	0.31	0.35	0.47
净资产收益率ROE	5.44%	10.99%	12.29%	14.03%
PE	134.54	71.82	63.65	47.44
PB	8.14	7.32	6.53	5.71

数据来源: Wind, 西南证券

目录

1. 半年业绩回顾	1
2. 投资看点	3
2.1 成品油质量升级，业绩底部反转	3
2.2 胃病疫苗，千亿市场空间的奇幻钥匙	5
3. 盈利预测与估值	8
4. 风险提示	8

图目录

图 1: 季度主营收入 (亿) 及同比增长率	1
图 2: 季度净利润 (万) 及同比增长率	1
图 3: 季度销售毛利率	1
图 4: 季度毛销差	1
图 5: 分地区营业收入	2
图 6: 三费占比	2
图 7: 营业收入构成	3
图 8: 毛利贡献构成	3
图 9: 新加坡 MTBE 价格 (美元)	3
图 10: 岳阳兴长 PP 粉出厂价格	3
图 11: 幽门螺杆菌	5

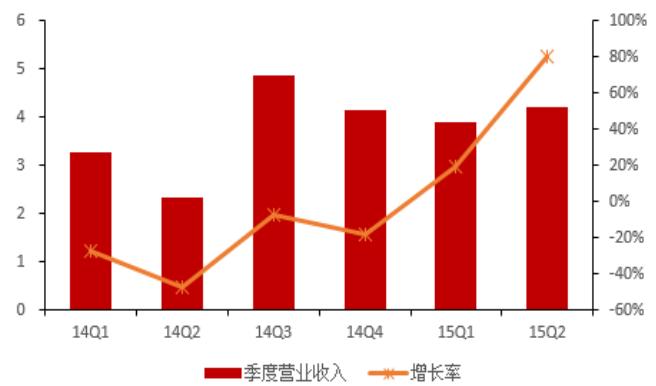
表目录

表 1: 国Ⅳ、国Ⅴ标准对比	4
表 2: HPV 疫苗与 Hp 疫苗相似之处	7
表 3: 目标市场空间	7
附表: 财务预测与估值	9

1. 半年业绩回顾

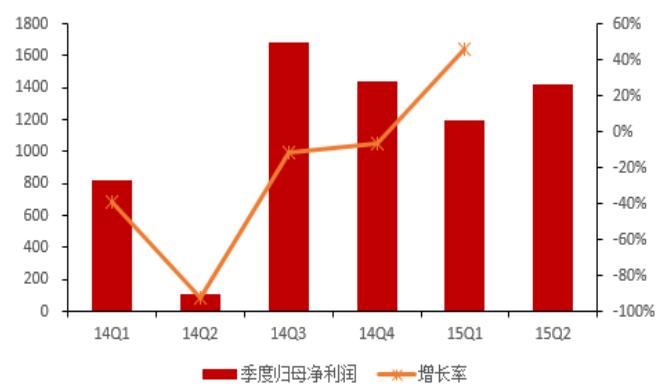
主营业务概况。2015年上半年，公司实现营业收入8.1亿元，同比增长44.7%；营业利润3926万元，与去年同期增长235%；实现归母净利润2610万元，同比增长181.8%。符合预期地实现了公司业绩。

图1：季度主营收入（亿）及同比增长率



数据来源：公司公告，西南证券

图2：季度净利润（万）及同比增长率

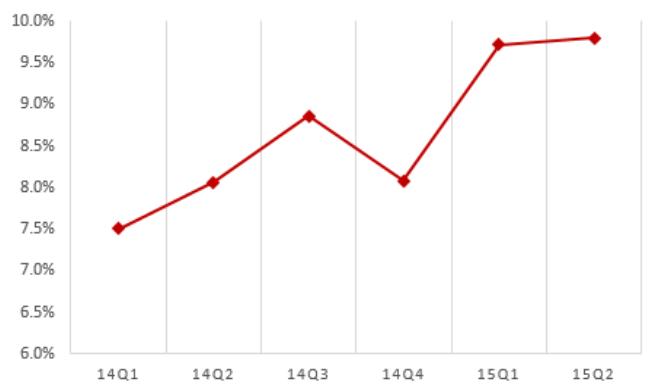


数据来源：公司公告，西南证券

2015年上半年，归属于母公司扣非后的净利润为2703万元，同比增长了182.25%，与归母净利润基本持平。业绩大幅的增长的原因主要在于2014年同期基数较低。2014年第二季度，公司主体装置检修，而2015年，公司主体装置正常开工，产品销售大幅增加；子公司新岭化工通过不断摸索经验，优化工艺操作和持续的市场开拓，实现利润742万元，去年同期亏损。但是邻甲酚实现的收益都是来源于第一个季度，第二季度子公司邻甲酚装置于5月中旬停工进行催化剂再生和技术改造，以解决前期生产过程中积累的部分瓶颈问题和催化剂活性问题。

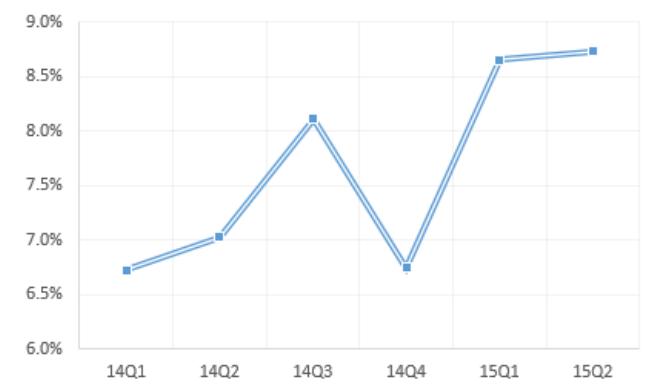
从环比来看，Q2季度实现营业收入4.2亿元，环比Q1增加8.2%；实现归属于母公司的净利润1417万元，环比Q1增加18.8%。而第二季度邻甲酚装置停工，公司归母净利润增长率依旧大幅提升，表现亦优于完整生产的2013年度，彰显公司盈利能力逐渐好转，主营业务触底回升。

图3：季度销售毛利率



数据来源：公开资料，西南证券

图4：季度毛销差



数据来源：公开资料，西南证券

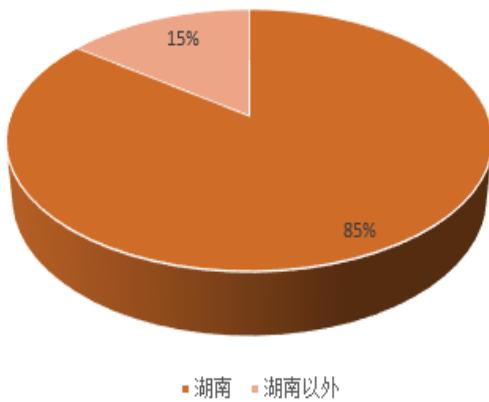
从销售毛利率与毛销差的数据来看，2015 年 Q1、Q2 较 2014 年季度毛利率与毛销差均有大幅的提升，主营业务市场表现持续好转。毛利率的提高，一部分来源于上半年中旬公司主营化工产品价格的提升，更多的来自于公司对成本的控制。

“降本压费、挖潜增效”一直以来是公司的一项重要工作，2015 年上半年成果显现。通过对单耗、能耗、物耗以及单位加工成本进行目标激励考核，将可控费用与产量、成本、利润挂钩，收到了较好的效果。聚丙烯装置丙烯单耗下降到历史低点，气分厂通过工艺优化和改造大幅降低单位加工成本，此两项为公司增效 300 余万元；通过套利降低甲醇采购成本 90 余万元；为了提高 MTBE 装置的利用率，通过外采粗异丁烯原料，增产 MTBE；油品分公司利润创历史最好水平，月亮湾新加油站建成投运。

从销售区域来看，岳阳兴长 2014 年湖南地区收入占销售收入比为 89%，具有较大的区域集中度高风险，2015 年上半年，湖南地区销售收入占总收入比下降为 85%，区域结构逐渐合理。

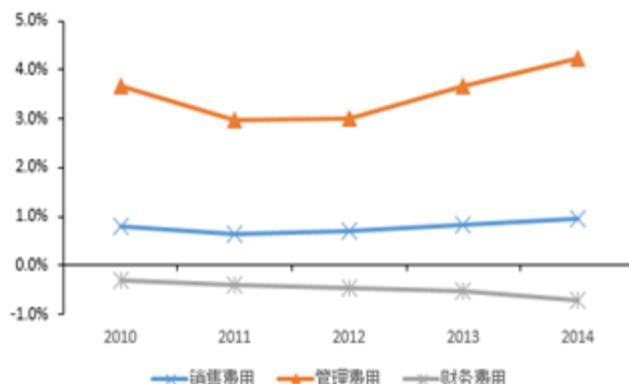
公司三费维持较稳定状态，14 年管理费用占销售收入比重有所增大，其原因在于营业收入的大幅下滑，而从绝对数值来看，并没有太大变化。

图 5：分地区营业收入



数据来源：公司公告，西南证券

图 6：三费占比



数据来源：公司公告，西南证券

岳阳兴长产品主要分为化工产品、油品和无纺布，其中化工产品是公司最为主要产品，约占营业收入的 89%。在化工产品之中，以 MTBE 和 PP 粉为主，MTBE 约占整个销售收入的 30% 左右。岳阳兴长是中南地区最大的 MTBE 生产企业，具有较强的规模优势，已经形成的气分—MTBE—异丁烯产业链是公司主要利润来源，也是公司的竞争优势所在。

2015 年上半年，公司化工产品收入占营业收入 91%，贡献毛利 84%。油品业务占营业收入 8%，贡献毛利 14%。而无纺布业务占营业收入 1%，毛利占比 2%。

图 7: 营业收入构成


数据来源：公司公告，西南证券

从主营化工产品价格变化来看，新加坡 MTBE 经过 2014 年末滑铁卢式下跌，2015 年有止跌企稳迹象，上半年涨幅最高超过 60%，七月涨幅略有缩小。随着国内油改提速，MTBE 特别是低硫 MTBE 有望维持价格强劲。岳阳兴长 PP 粉出厂价格，上半年也呈现出先涨后跌，后市大概率维持震荡。

图 9: 新加坡 MTBE 价格 (美元)


数据来源：百川资讯，西南证券

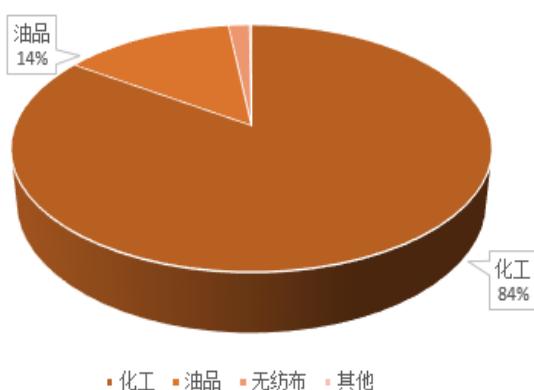
2. 投资看点

2.1 成品油质量升级，业绩底部反转

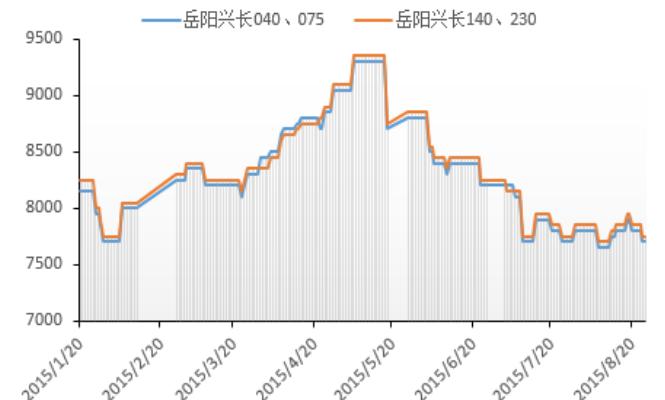
公司 2014 年主要生产装置停工检修，恰逢原油价格大幅下跌，影响公司业绩。15 年，主要生产装置正常投产，主营化工产品价格反弹，制约障碍已然跨过，业绩底部反转板上钉钉。

邻甲酚投产，业绩新增长点

邻甲酚是国内较为紧缺的精细化学品，具有良好的发展潜力与市场前景，随着邻甲酚投产，将优化公司产品结构，为公司增长添一助力。

图 8: 毛利贡献构成


数据来源：公司公告，西南证券

图 10: 岳阳兴长 PP 粉出厂价格


数据来源：百川资讯，西南证券

目前我国邻甲酚生产工艺落后，规模较小，质量差，数量少，严重制约了其下游产品的开发与应用。岳阳兴长控股子公司新岭化工邻甲酚装置于14年调试完成，操作稳定性增强，产品质量、品质改善，15年初正常生产产生效益。邻甲酚装置设计能力为1.5万吨/年，从上半年装置运行情况来看，苯酚转化率和邻甲酚选择性已接近或基本达到设计值。按着目前邻甲酚17000/吨的价格，全年投产预计能给公司带来1.79-2.04亿的营业收入，约3200万元净利润。

但由于装置运行过程中发现问题需要整改、催化剂需要再生，以及下游相关厂家因各种原因停工导致邻甲酚市场需求不足、后路不畅，装置于5月中旬的停工进行催化剂再生和技术改造，以解决前期生产过程中积累的部分瓶颈问题和催化剂活性问题。下半年，该装置将根据邻甲酚市场需求情况适时进行生产。

油改升级，MTBE 竞争格局改善

国务院总理李克强4月28日主持召开国务院常务会议，确定加快成品油质量升级措施，推动大气污染治理和企业技术升级。会议确定，加快清洁油品生产供应，力争提前完成成品油质量升级任务。

表1：国IV、国V标准对比

	第四阶段	第五阶段	改进目的
硫含量指标限值	50ppm	10ppm (降低80%)	为提高汽车尾气净化系统能力，减少汽车污染物排放
锰含量指标限值	8mg/L	2mg/L (降低75%)	为减低锰对人体健康潜在风险和对车辆排放控制系统不利影响
车用汽油牌号	90号、93号、97号	89号、92号、95号 (标准附录增加98号车用汽油指标要求)	考虑到第五阶段车用汽油由于将硫、禁锰引起的辛烷值减少，我国辛烷值资源不足
冬季蒸气压下限	42kpa	45kpa	为防止冬季蒸气压过低影响汽车发动机冷启动性能，导致燃烧不充分、排放增加。为降低夏季汽油中挥发性有机物质排放，减少污染
夏季蒸气压下限	68kpa	64kpa (广东、广西和海南全年执行夏季蒸气压)	为进一步降低汽油蒸发排放造成的光化学污染，减少汽车发动机进气系统沉淀物
烯烃含量	28%	24%	为进一步保证车辆燃油经济性相对稳定
密度指标数值 (首次规定)	--	720-775kg/m3 (20℃时)	

数据来源：相关网站，西南证券

由国四到国五的标准可以看出汽油质量升级的主要目的是为了减少污染，而减少污染最主要的就是减少硫、烯烃等含量。随着汽油硫含量的全面下降，将不可避免地引起辛烷值的损失，导致抗爆性能下降，影响发动机压缩比，不利于提高发动机效率、节约燃料，降低汽油的动力经济性能。

提高汽油辛烷值的方法可分为两类，一是提高催化裂化汽油(FCC汽油)脱硫技术，加强选择性加氢脱硫技术和加氢脱硫保辛烷值技术等，来提高汽油辛烷值；二是向汽油中添加低硫、高辛烷值的调和组分来提高辛烷值。在油气升级过程中，高辛烷值产品制成的调和汽油以其低廉价格和数量灵活性更受青睐。MTBE因其优异的性能仍将是是我国最主要的汽油调和组分，尤其是低硫高品质MTBE将受到大力发展。

岳阳兴长现有 13.5 万吨/年 MTBE 装置，是中南地区最大的 MTBE 生产基地。而现有 MTBE 产品纯度 98.5%，含硫<10ppm，将充分收益于油品升级带来的行业洗牌，大大增强公司的盈利能力。

2.2 胃病疫苗，千亿市场空间的奇幻钥匙

岳阳兴长参股子公司芜湖康卫研发的口服重组幽门螺杆菌疫苗，作为国家一类新药生物药品，已于 2009 年获得国家药监局合法新药批准证书。

幽门螺旋杆菌 (*Helicobacter pylori*) 简称 Hp，是一种螺旋形、微厌氧、对生长条件要求十分苛刻的革兰氏阴性杆菌。1983 年首次从慢性活动性胃炎患者的胃粘膜活检组织中分离成功，是目前所知能够在人胃中生存的惟一微生物种类。它是众多胃病的主要致病因素，胃炎、消化性溃疡和胃癌等都与幽门螺杆菌有关。

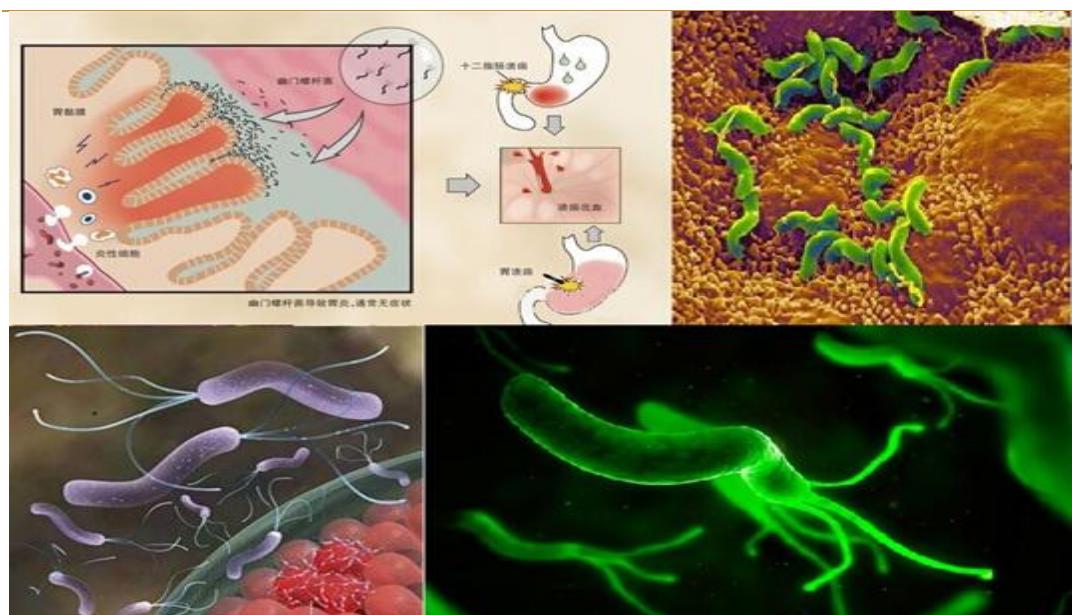
世界人口半数沦陷，全球感染率最高的病菌之一

Hp 感染了全世界半数人口，是全球感染率最高的病菌之一。*Hp* 在发达国家中的感染率正逐步下降，但是在发展中国家中的感染率仍然很高。根据流行病学调查指出，我国自然人群 *Hp* 感染率分地区从 34.5% 到 80.6% 不等，多数地区感染率在 50% 左右，而全国平均感染率在 58.1%。

小小螺杆菌，顽强寄生性

Hp 主要定植于胃型上皮如胃粘膜、十二指肠粘膜的胃型上皮化生区、食管的胃型上皮化生区。在牙斑中分离出 *Hp* 提示其可在非胃型上皮环境中短暂存活或繁殖。*Hp* 一旦感染人体，绝大多数长期在胃内定植，极少数可自然消退。目前临幊上主要采用抗生素治疗法（如三联法和四联法），抗生素疗法虽有积极的临幊意义，却无法做到根治 *Hp* 感染。

图 11：幽门螺杆菌



数据来源：相关网站，西南证券

全新疫苗新药，优势明显

公司研发的口服重组幽门螺杆菌疫苗，作为国家一类新生物药品，已获国家药监局核发新药批准证书。尽管其为单价疫苗，但仍具多方面优势。

剂型方便，依从性强。幽门螺杆菌疫苗为口服剂型，服用时间短、用药种类少、使用方便无痛苦且无副作用，不需要消费者到医院注射而减少销售环节，扩大受众人群，进而有利于产品销售和市场推广。因此，公司研发的幽门螺杆菌疫苗产品一旦正式上市，应具有广泛的市场前景。

无耐药性。疫苗采用现代分子生物学和基因工程技术，人体服用后无毒副作用，不会产生耐药性。疫苗服用后，人体会在胃黏膜表面产生大量抗体，从根本上杜绝了 Hp 的定植，排除了感染的可能性，这与传统治疗相比，优势巨大。

预防效果好，还可强化免疫。免疫接种可刺激机体产生抗幽门螺杆菌免疫力，用于预防幽门螺杆菌感染及所致相关疾病。幽门螺杆菌疫苗的血清抗体阳转率大于 85%，预防感染保护率达 72.1%，是目前所有口服疫苗中保护率最高的，检测证明该疫苗也是安全有效的；同时，通过继续服用，完全可以达到加强免疫的效果。因此，口服重组幽门螺杆菌疫苗的防治比传统治疗法更安全、可靠、有效。

技术领先且具有完全自主知识产权。科研团队在没有相同疫苗参考资料的情况下，结合基因工程、蛋白质工程等现代分子生物技术，在国际上首创分子内佐剂黏膜疫苗理论，采取独特的基因工程疫苗分子构建模式，在胃黏膜表面产生免疫力，避免了以往因幽门螺杆菌在黏膜表面感染而难以防治的情况，成功解决了该领域的世界性难题，是真正意义上由中国人研发的原创性疫苗。相关专利以及后续产品研发专利都处于领先地位。

幽门螺杆菌疫苗定价

09 年公司引进战略投资者的时候，描述的疫苗价格是 200-300 元/人份，我们认为预计售价上涨空间巨大。HPV 疫苗于幽门螺杆菌疫苗有许多相似之处，以 HPV 疫苗价格为参照。HPV 实际疗程价格在 1600-4000 人民币之间，香港的价格为 4000 人民币/3 剂。另据有关资料统计，抗生素胃药一个疗程约需 1,000 元左右，四联疗法费用更高。并且容易复发，反复感染，过程复杂，患者依从性不高。

因此，通过对类似标杆产品的对比和现有治疗 Hp 感染的费用，我们认为合理的销售均价应该 1300 元/人份左右。考虑现行 CDC 系统差价赚取利润，目前国内合理的各级疾病预防控制中心差价率为：省级 15%，地市级 17%，县级及以下由当地物价部门监管，自主定价后执行政府最高零售价格规定。除去各类疾控中心赚取差价的比例，国产二类疫苗出厂价格一般为零售终端售价的 55-65%。因此，我们预计公司幽门螺杆菌疫苗出厂价格应该在 780/人份左右。

表 2: HPV 疫苗与 Hp 疫苗相似之处

相似点	
1、病原体和疾病的相关性	与 HPV 感染的相关妇科疾病主要有性功能障碍、外阴阴道尖锐湿疣、宫颈上皮内瘤变 (CIN)、宫颈癌、卵巢癌等。幽门螺杆菌则引起胃炎和消化性溃疡，以及胃癌等。
2、潜伏时间长	HPV 感染黏膜上皮是一个长期的过程，病毒寄生在鳞状和柱状上皮层，可潜伏在上皮细胞内多年，一旦人体免疫力降低，潜伏的病毒即可恢复活力。Hp 在人体寄居数年或者数十年之后才有可能发展为进一步胃部疾病。
3、二级疫苗	都是属于自费疫苗，公司有定价权。
4、目标人群相近	HPV 疫苗主要接种人群是 10-24 岁女性。Hp 主要接种人群是 6-15 岁未感染人群。

数据来源：相关网站，西南证券

疫苗定义目标人群为 6-15 岁未感染人群。按着 2013 年我国人口结构估算，目标人群市场容量约有 8462.48 万人，以出厂价格每人份 780 元估计，市场空间将达到 660 亿左右，再考虑对应的感染但无症状人群，容量进一步扩张。

表 3：目标市场空间

年龄段	人口比例	人数 (万人)	感染率	目标人群 (万人)
0-4	5.68%	7728.89	39.55%	4672.11
5-14	10.73%	14600.53	42.04%	8462.48

数据来源：中国统计年鉴 2014 版，西南证券

疫苗产品上市后，有望将目标人群扩展至 0-4 岁年龄段，扩展市场空间 365 亿元；继续产品渗透，可能倡导重复接种，加强免疫效果；持续的产品开发，从预防幽门螺杆菌感染，到预防相关疾病的市场，突破年龄限制。每一步带来的市场空间的扩充都是巨大的，千亿市场等待着开发。

预计上市时间

公司公告，口服重组幽门螺杆菌疫苗已经获得了药品生产许可证，目前正在工艺转移试验。工艺转移试验之后才能开始试生产，在完成连续三批试生产并经检验合格以后，芜湖康卫将组织申报材料，进行药品批准文号的申报工作。

国家食药监总局关于药品批准文号的审核流程显示，排除申请人准备资料、排队等待以及提交现场核查申请的准备时间，药品批准文号审核时间为受理后 335 个工作日，期间不包括企业补充材料的时间。

胃病疫苗正式生产、销售还需获得 GMP 认证书。国家食药监总局关于 GMP 认证审核流程显示，GMP 认证审核时间为受理后 130 个工作日，期间不包括企业整改的时间。但是在新药及按新药程序申报的药品注册过程中，企业申请注册生产现场检查时，可同时申请药品 GMP 认证，注册生产现场检查与药品 GMP 认证现场检查可同时进行。

经测算，一切顺利情况下，疫苗有望于 2017 中旬上市。上市之后，生物疫苗盈利能力将远超现有主业化工产品。

3. 盈利预测与估值

我们预计公司 2015-2017 年每股收益分比为 0.31 元、0.35 元和 0.47 元。对应动态 PE 为 72 倍、64 倍和 47 倍，由于疫苗进展低于预期，下调至“增持”评级。

4. 风险提示

油品升级不及预期的风险；邻甲酚产能释放不足的风险；胃病疫苗上市不及预期的风险。

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	2016.20	2418.27	2781.19	净利润	36.49	82.01	102.76	134.07
营业成本	1340.97	1811.06	2151.70	2468.52	折旧与摊销	24.25	24.40	25.34	26.43
营业税金及附加	6.40	8.89	10.64	12.25	财务费用	-10.38	0.22	0.27	0.30
销售费用	14.12	16.94	20.56	23.92	资产减值损失	-1.86	-9.21	0.69	0.65
管理费用	61.66	74.60	91.89	108.74	经营营运资本变动	0.85	8.50	3.65	2.97
财务费用	-10.38	0.22	0.27	0.30	其他	9.89	-1.20	-0.90	-21.30
资产减值损失	-1.86	-9.21	0.69	0.65	经营活动现金流净额	59.22	104.71	131.79	143.12
投资收益	-1.41	1.20	0.90	21.30	资本支出	-46.65	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-308.51	0.20	-0.10	0.30
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	-29.80	-30.10	-29.70
营业利润	48.55	114.90	143.43	188.10	短期借款	0.00	50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.91	1.32	1.85	1.67	长期借款	16.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	51.46	116.23	145.28	189.78	股权融资	21.31	0.00	0.00	0.00
所得税	14.97	34.22	42.52	55.71	支付股利	-10.65	-6.92	-12.97	-14.63
净利润	36.49	82.01	102.76	134.07	其他	-17.46	-4.22	-0.27	-0.30
少数股东损益	-4.09	6.00	17.00	19.00	筹资活动现金流净额	9.20	38.86	-13.23	-14.93
归属母公司股东净利润	40.57	76.01	85.76	115.07	现金流量净额	-286.75	113.77	88.46	98.49
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	387.88	501.64	590.10	688.59	成长能力				
应收和预付款项	19.06	34.19	41.43	47.95	销售收入增长率	-24.09%	38.01%	19.94%	15.01%
存货	27.46	37.16	44.19	50.73	营业利润增长率	-44.52%	136.66%	24.83%	31.14%
其他流动资产	13.62	18.79	22.54	25.93	净利润增长率	-39.33%	124.76%	25.30%	30.47%
长期股权投资	38.81	38.81	38.81	58.81	EBITDA 增长率	-37.92%	123.54%	21.16%	27.10%
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	215.05	218.72	221.61	223.57	毛利率	8.21%	10.17%	11.02%	11.24%
无形资产和开发支出	45.29	48.42	51.39	54.20	三费率	4.48%	4.55%	4.66%	4.78%
其他非流动资产	28.89	28.69	28.49	28.29	净利率	2.50%	4.07%	4.25%	4.82%
资产总计	776.05	926.43	1038.58	1178.07	ROE	5.44%	10.99%	12.29%	14.03%
短期借款	0.00	50.00	50.00	50.00	ROA	8.27%	4.70%	12.43%	13.84%
应付和预收款项	71.70	96.31	115.28	132.18	ROIC	6.76%	19.11%	21.29%	25.74%
长期借款	16.00	16.00	16.00	16.00	EBITDA/销售收入	4.27%	6.92%	6.99%	7.72%
其他负债	17.35	18.03	21.43	24.58	营运能力				
负债合计	105.05	180.35	202.70	222.76	总资产周转率	1.94	2.37	2.46	2.51
股本	234.39	234.39	234.39	234.39	固定资产周转率	6.85	9.70	11.73	13.51
资本公积	82.71	82.71	82.71	82.71	应收账款周转率	1313.84	1625.22	1586.97	1539.31
留存收益	321.32	390.41	463.20	563.64	存货周转率	41.62	55.65	52.59	51.75
归属母公司股东权益	638.43	707.51	780.30	880.74	销售商品提供劳务现金营业收入	65.53%	--	--	--
少数股东权益	32.57	38.57	55.57	74.57	资本结构				
股东权益合计	671.00	746.08	835.88	955.31	资产负债率	13.54%	19.47%	19.52%	18.91%
负债和股东权益合计	776.05	926.43	1038.58	1178.07	带息债务/总负债	15.23%	36.60%	32.56%	29.63%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	流动比率	5.03	3.60	3.74	3.93
EBITDA	62.41	139.52	169.04	214.84	速动比率	4.72	3.37	3.50	3.69
PE	134.54	71.82	63.65	47.44	股利支付率	26.26%	9.11%	15.12%	12.71%
PB	8.14	7.32	6.53	5.71	每股指标				
PS	3.74	2.71	2.26	1.96	每股收益	0.16	0.31	0.35	0.47
EV/EBITDA	77.13	34.01	27.54	21.21	每股净资产	2.73	3.03	3.40	3.88
股息率	0.20%	0.13%	0.24%	0.27%	每股经营现金	0.24	0.43	0.54	0.58
					每股股利	0.04	0.03	0.05	0.06

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

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

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	北京地区	深圳地区	
蒋诗烽 (地区销售总监) 021-68415309 18621310081 jsf@swsc.com.cn	赵佳 (地区销售负责人) 010-57631179 18611796242 zjia@swsc.com.cn	刘娟 (地区销售总监) 0755-26675724 18665815531 liuj@swsc.com.cn	罗聪 0755-26892557 15219509150 luoc@swsc.com.cn
罗月江 021-68413856 13632421656 lyj@swsc.com.cn	陆铂锡 010-57631175 13520109430 lbx@swsc.com.cn	张婷 0755-26673231 13530267171 zhangt@swsc.com.cn	傅友 0755-26833581 13691651380 fuy@swsc.com.cn
赵慧妍 021-68411030 13681828682 zhhy@swsc.com.cn	曾毅 010-57631077 15810333856 zengyi@swsc.com.cn		