

日期: 2015年12月4日

行业: 医药



张凤展
021-53519888-1932
zhangfengzhan@shzq.com
执业证书编号: S0870511030001

医疗器械配送快速扩张、医疗创新业务落地

■ 投资摘要

估值与投资建议

公司机制灵活, 管理层能力强, 执行到位, 是一家充满活力的民营医药商业公司。公司未来的发展空间在于以下几个方面:

- 1、省内医药市场的进一步扩容和公司市场占有率的提升;
- 2、公司在医疗器械配送领域的迅速扩张;
- 3、医疗创新领域的发展, 尤其是公司 PBM 系统。公司的 PBM 系统以医院为入口, 业务模式适宜中国发展特点, 2016 年将取得突破。

预测公司 2015-2017 年实现销售收入分别为 97.8 亿、143 亿、185 亿元, 归属于母公司净利润分别为 2.4 亿、4.8 亿、7.1 亿元。在不考虑增发摊薄影响下, 分别实现每股收益 0.44、0.87、1.28 元。

核心假设或逻辑

盈利预测主要假设:

- 1、医药板块增速稳定, 2016 年收益山东省招标, 增速较高
- 2、医疗器械板块进入快速扩张期
- 3、PBM 业务 2016 年开始贡献利润

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	7785.91	9789.01	14373.58	18492.74
年增长率	31.39%	25.73%	46.83%	28.66%
归属于母公司的净利润	180.99	241.20	481.16	709.10
年增长率	26.07%	33.27%	99.48%	47.37%
每股收益(元)	0.326	0.435	0.868	1.279
PER (X)	107.85	80.93	40.57	27.53

注: 按增发后股本 554.54 百万股计算

基本数据 (2015Q3)

报告日股价(元)	35.2
12mth A 股价格区间(元)	30/111.1
总股本(百万股)	554.54
无限售 A 股/总股本	52.35%
流通市值(亿元)	102
每股净资产(元)	5.63
PBR (X)	6.25

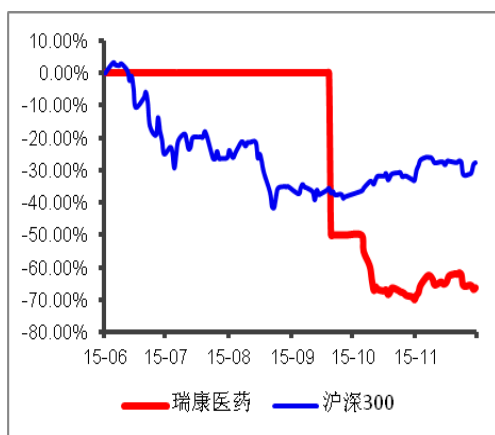
主要股东 (2015Q3)

张仁华	26.67%
韩旭	15.44%
TB NATURE LIMITED	8.5%

收入结构 (2015H1)

医药	91%
医疗器械	8.9%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ15-CI04

首次报告日期: 2015 年 12 月 4 日

相关报告:

目 录

一、公司简介.....	3
二、公司分析.....	4
2.1 公司发展历史及股权结构.....	4
2.2 公司主营业务分析.....	6
三、财务分析.....	10
3.1 公司盈利能力分析.....	10
3.2 公司增长能力分析.....	12
3.3 公司营运能力分析.....	13
四、盈利预测及估值定价分析.....	13
五、投资建议.....	14

表目录

表 1 子公司情况介绍.....	5
表 2 药品收入状况.....	6
表 3 器械收入状况.....	7
表 4 创新业务子公司情况.....	9
表 5 毛利率水平比较.....	10
表 6 净利率水平比较.....	11
表 7 ROE 水平比较.....	11
表 8 销售费用率比较.....	11
表 9 管理费用率比较.....	11
表 10 财务费用率比较.....	12
表 11 收入同比增长.....	12
表 12 扣非后净利润增长.....	12
表 13 经营活动现金净流量增长.....	12
表 14 应收账款周转率.....	13
表 15 存货周转率.....	13
表 16 收入及毛利率预测.....	14
表 17 数据预测与估值.....	14
表 18 财务和估值数据.....	15

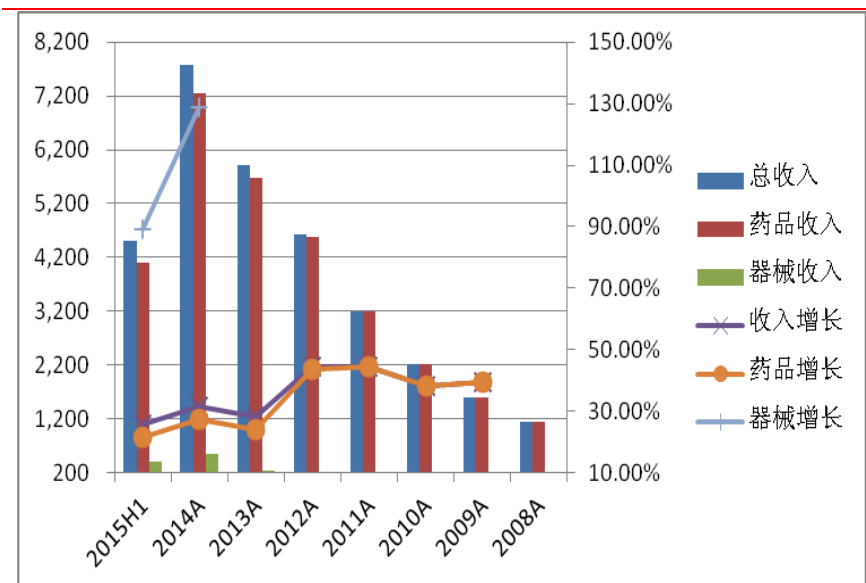
一、公司簡介

瑞康醫藥成立於 2004 年，前身為煙台瑞康藥品配送有限公司，公司是一家高成長性的、中型的藥品直銷服務商，是山東省內的地方性醫藥配送企業龍頭，2015 年上半年在商務部醫藥商業百強中排名上升到 16 位，公司目前主要布局山東省醫療機構的直銷業務，已建立起覆蓋全省 17 地市的營銷網絡，在新一輪招標後，公司通過直銷模式對山東省規模以上醫院、基層醫療機構的覆蓋率分別超過 98%、95%。此外，公司通過分銷客戶對全省未直接覆蓋的醫院及零售市場達成覆蓋。

公司過往的發展表現出較高的成長性，2008 - 2014 年收入複合增長率達到了 37.6%，淨利潤複合增速為 35.7%。

目前公司收入大部分來自藥品配送，但是醫療器械配送收入占比逐步提升，是未來的主要增長點。

圖 1 收入結構及增長情況



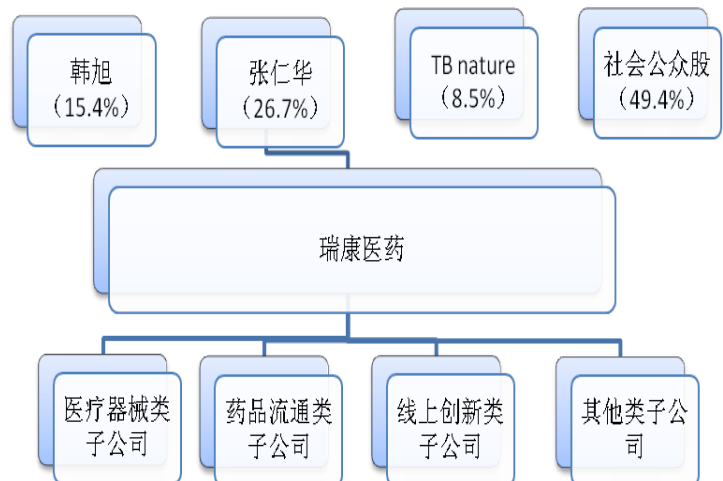
數據來源：公司公告 上海證券研究所

二、公司分析

2.1 公司发展历史及股权结构

瑞康医药于 2011 年 6 月在中小板上市,实际控制人为张仁华和韩旭夫妻,合计持股 44.51%。公司由于处于流通行业,因此对资金的渴求比较高,上市后进行了三次非公开发行。2013 年公司非公开发行 6 亿,投资医疗器械及医用耗材配送、医用织物生产、医用织物洗涤配送三个项目;2014 年公司非公开发行 12 亿,全部用于补充流动资金,缓解了公司的财务压力,2015 年将非公开发行约 30 亿规模,主要用于医疗器械流通的全国收购和供应链管理项目。

图 2 股权结构图



数据来源:公司公告 上海证券研究所

表 1 子公司情况介绍

公司名称	主要产品或服务	持股比例
烟台天际健康咨询服务有限公司	健康咨询	51.00%
上海旺云信息技术有限公司	技术开发等	51.00%
济南同邦信息有限公司	软件开发等	95.00%
山东瑞祥医疗器械有限公司	医疗器械研发	100.00%
西藏金岳医疗器械有限公司	医疗器械销售	100.00%
山东瑞康德一医疗器械有限公司	医疗器械销售	100.00%
济南瑞康医药有限公司	药品器械等批发	100.00%
荣成市业安医疗器械有限公司	批发零售医疗器械	100.00%
淄博瑞康药品配送有限公司	药品器械等批发	100.00%
泰安瑞康药品配送有限公司	药品器械等批发	100.00%
青岛瑞康药品配送有限公司	药品器械等批发	100.00%
济南明康大药房有限责任公司	医药零售	100.00%
东营瑞康药品配送有限公司	药品器械等批发	100.00%
潍坊瑞康药品配送有限公司	药品器械等批发	100.00%
济宁瑞康医药有限公司	药品器械等批发	90.00%
青岛海誉泰德商贸有限公司	批发零售材料等	100.00%
菏泽金岳瑞康医药有限公司	药品销售	100.00%
聊城瑞康宏源医药有限公司	药品器械等批发	100.00%
山东滨州瑞康医药有限公司	药品器械等批发	70.00%
青岛德新康医药有限公司	医疗器械销售	100.00%
枣庄际安医疗器械有限责任公司	医疗器械等销售	100.00%
尼木祥云医疗器械有限公司	医疗器械等	100.00%
青岛宝康生物科技有限公司	医疗器械等销售	100.00%
威海神瑞贸易有限公司	医疗器械等销售	100.00%
潍坊耀恒经贸有限公司	医疗器械等销售	67.00%
山东瑞康医药上海有限公司	医疗器械等销售	100.00%
上海欣欣荣华投资有限公司	投资管理、咨询	100.00%
上海佑融林承医药产业投资有限公司	医药投资、策划	100.00%
山东多学科诊疗医院有限公司	各临床学科的健康服务、健康信息服务等	100.00%
山东瑞康网络医院有限公司	各临床学科的健康服务等	100.00%
苏州鼎丞大通医疗科技有限公司	软件开发等	21.28%

数据来源：公司公告 上海证券研究所

2.2 公司主营业务分析

2.2.1 医药板块

国内药品配送市场的竞争格局较为稳定。绝大多数省市已经形成了国药、上药、华润等全国性医药商业龙头和以瑞康为代表的区域性商业龙头竞争的格局。

2015 年以来，在医保控费、医药分开、移动互联网等诸多因素影响下，医药产业进入变革加速期，医药产业的变革所产生的机遇将极大可能被瑞康这类企业抓住。

首先，瑞康销售网络完善、终端直接覆盖能力强。在新一轮招标后，公司通过直销模式对山东省规模以上医院、基层医疗机构的覆盖率分别超过 98%、95%。此外，公司通过分销客户对全省未直接覆盖的医院及零售市场达成覆盖。

其次，公司具有现代物流能力和信息化管理。

再次，公司机制灵活，管理团队经验丰富，具有很强的执行力。

因此，在 2016 年山东省的新一轮招标中，公司有望从中受益。从目前山东省的招标情况来看，招标政策比较温和，但是由于 2016 年起山东全省执行药品零差价，所以此次招标会对价格产生较大影响。但是另一方面由于公司在山东布局全面深入，因此在招标中能够获得较大的增量，所以我们预计公司的药品流通业务 2016 将会受益山东省药品招标的落地，收入增长速度较快。

公司 2015 年上半年公司二级以上医院收入 29.68 亿元，同比增长 20.02%；在山东省基层医疗机构采购平台上实现的基本药物销售收入达到 4.1 亿元，同比增长 12.32%；疫苗业务营业收入 2,713.21 万元,同比增长 96.43%。

表 2 药品收入状况

	2015H1	2014A	2013A	2012A	2011A	2010A	2009A	2008A
总收入（百万）	4,500	7,784	5,924	4,621	3,194	2,213	1,602	1,147
药品收入（百万）	4,094	7,243	5,685	4,587	3,191	2,211	1,601	1,146
收入增长率	25.64%	31.41%	28.20%	44.65%	44.35%	38.18%	39.62%	
药品收入增长率	21.61%	27.40%	23.95%	43.72%	44.32%	38.18%	39.62%	
药品毛利占比	77%	84%	89%	98%	100%	100%	100%	100%
总毛利率	9.62	9.05	8.57	8.13	8.16	8.28	8.58	8.85
药品毛利率	8.09	8.16	7.97	8.02	8.16	8.28	8.58	8.85

数据来源：公司公告 上海证券研究所

2.2.1 医疗器械板块

医疗器械流通是医药商业企业未来大有可为的领域，一方面是医疗器械的总体增速高于医药工业，市场发展空间大，而且在医药工业增速下滑的情况下，医疗器械的高增速更加可贵；二是医疗器械流通业务具有更高的利润水平，高值耗材配送的净利润率通常能达到 6-7%，而药品配送的净利润率仅为 1-2%。三是由于国内大型医药流通企业过去对器械配送市场的重视程度普遍较低，器械配送市场仍极为分散，抓住这一市场就抓住未来发展的先机。

公司 2011 年开始进入器械流通领域，凭借公司多年在山东省药品流通渠道资源的优势，公司器械流通发展迅速，未来公司医疗器械流通业务将通过全国范围的外延式扩张进入高速增长期。由于医疗器械流通较高的毛利率和相对药品流通更快的增速，未来医疗器械流通利润将占公司利润半壁江山。

表 3 器械收入状况

	2015H1	2014A	2013A
器械收入	404	540	236
器械增长率	89.09%	128.96%	
器械收入占比	8.97%	6.93%	5.96%
器械毛利占比	23.42%	16.04%	10.65%
器械毛利率	25.12	20.93	22.93

数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司的持续扩张能力主要体现在以下几个方面：

1、行业特性更利于并购扩张。

由于医疗器械品种千奇百怪，制造商成千上万，最终的用户更是五花八门，所以其流通销售渠道也不像药品一样集中在极少数公司手中，医疗器械领域呈现“多、乱、杂”的局面，经销商需要承担医院账期、库存管理、物流配送等多项压力，被整合意愿强烈。

随着器械流通领域监管力度加强以及税收监管政策趋严，使得小型企业经营难度增加，小企业逐步退出，行业进入并购整合和规模化发展时期。

2015 年 1 月，CFDA 首次发布《医疗器械经营质量管理规范》，相对于药品 GSP 而言，本次 CFDA 发布医疗器械 GSP，在中国医疗器械监管史上尚属首次。它实施的不仅仅在于规范“加强医疗器械经营质量管理，规范医疗器械经营管理行为，保证医疗

器械安全、有效”，更重要的是国家要借此净化市场环境，规范竞争秩序，淘汰不规范企业，打造医疗器械经营航母。医疗器械 GSP 的实施，不仅要规范传统医疗器械经营企业的质量管理，而且要迎合互联网器械销售的新形势，规范医药电商的经营行为。医疗器械 GSP 的实施，既宣告了经营企业摸黑混战时代的结束，又预示着医疗器械规范经营时代的开始。

2、公司已经拥有一套高效的管理整合模式。

首先，公司已经拥有检验、介入、骨科、设备、医护、眼科、口腔、血液透析等成熟的 10 条业务线，收购公司大多是业务线的合并，在公司有效的信息系统配合下，管理难度较小，从而保证瑞康管理模式可以全国复制推广；其次，收购的器械公司实际控制人大多在子公司层面保留一定的股权比例（瑞康股权占比 51%左右），管理团队变动较小。再次，收购后子公司可以共享资源，增强公司实力，并且各子公司还可以通过在区域范围内进行进一步收购来做大做强，被整合公司的动力强劲。

医疗器械板块扩张路线规划：

2015 年 1-6 月器械实现营业收入 4.04 亿元，同比增长 89.08%，器械业务的发展已成为公司业绩增长的强劲动力。公司在山东省内医疗器械业务稳定增长的基础上，公司开始布局全国，收购省外器械公司，2015 年上半年公司开始在全国范围内 10 个省大范围收购器械流通企业，预计下半年或 2016 年将完成 20 个省的整合。根据非公开发行项目的预测，公司拟通过位于北京、上海、广州等 11 个城市的子公司作为实施主体，再利用非公开发行募集资金对这 11 家子公司进行增资，开展医疗器械全国销售网络建设。全部达产后可新增年营业收入 2,300,000 万元，新增年净利润 99,828.80 万元。

2.2.3 线上创新业务

2015 年上半年公司以创新驱动转型，大力发展在线服务，着重在药品福利管理（PBM）、在线药品交易与线下供应服务（B2B+O2O）、远程诊疗与疾病管理等三大领域拓展相关创新业务，探索打造符合当前医疗服务管理体制与机制、可持续发展的服务体系，整合线上业务 PBM、TPA、GPO、B2B、B2C 等各领域专业团队，提高线上业务的整合优势，提升服务的专业水平与智能化程度。建立临床使用、采购供应、支付理赔、疾病管理、处方审核等环节

的合理用药管理与服务闭环，逐步构建完整的线上、线下健康服务体系。

公司通过先后控股收购了济南同邦信息有限公司、上海旺云信息技术有限公司，参股苏州鼎丞大通医疗科技有限公司，并与北京沛合健康科技有限公司股东签订控股收购协议，(其中参股公司苏州鼎丞大通医疗科技有限公司，主要提供医院药事管理信息化解决方案，具备全面的药品使用指导和药品福利管理能力，同邦侧重医院信息化系统管理,上海旺云信息参与建设药品供应链管理信息系统、医药信息平台服务商等多个医疗信息化项目，北京沛合健康科技提供理赔外包服务。)

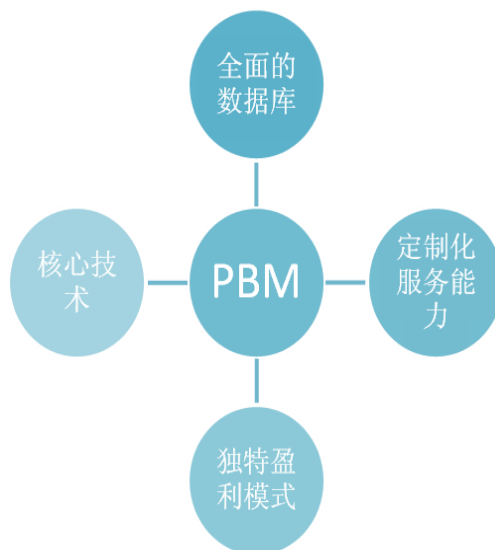
表 4 创新业务子公司情况

公司名称	主要产品或服务	持股比例
烟台天际健康咨询服务有限公司	健康咨询	51.00%
上海旺云信息技术有限公司	技术开发等	51.00%
济南同邦信息有限公司	软件开发等	95.00%
苏州鼎丞大通医疗科技有限公司	软件开发等	21.28%

数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司的 PBM 服务体系结合中国医疗产业的特点，因地制宜的构建了自己独特的 PBM 系统，以医院作为入口，通过为医院提供安全、有效、经济的服务，以药品零差价为发展契机，未来将为公司带来可观的收益。

图 3 公司 PBM 业务



数据来源：公司公告 上海证券研究所

另外，公司成立了山东瑞康网络医院有限公司、山东多学科诊疗医院有限公司，与临床医疗机构开展深入合作，充分引进基于移动互联网平台的先进管理模式与运营团队，逐步推动远程诊疗服务与公司配套业务的有序发展。

2.2.4 医疗服务板块

公司的医疗服务业务目前包含两方面，一是为医疗机构提供被服洗涤、消毒、租赁服务，募投基地已建设完毕，2015年8月底投入使用，项目引进全球最先进的德国成套的流水线，采用欧洲医疗布草洗涤标准；二是为医疗机构提供社会化第三方手术器械消毒灭菌服务，项目引进欧洲先进设备，满足不同规模医疗机构的需求，为医疗机构提供专业、放心的服务。未来这一业务又将成为公司新的增长点。

三、财务分析

3.1 公司盈利能力分析

从公司的盈利能力表现来看，公司的毛利率和净利率水平居中，由于华东医药主业中有药品部分，因此毛利率和净利率水平相对较高，与嘉事堂相比，公司的毛利率和净利率水平略低，从趋势上看，随着公司高毛利的器械配送占比增加，公司的毛利率和净利率水平将进一步提升。

表 5 毛利率水平比较

	毛利率	2015Q3	2015H1	2014	2013
002462	嘉事堂	12.78	13.26	12.88	9.52
000963	华东医药	24.35	25.18	21.98	20.20
000028	国药一致	7.69	7.90	8.15	8.32
600998	九州通	7.19	7.35	7.10	6.67
600713	南京医药	5.88	5.95	6.06	6.37
002589	瑞康医药	10.16	9.65	9.06	8.59

数据来源: wind 上海证券研究所

表 6 净利率水平比较

	净利率	2015Q3	2015H1	2014	2013
002462	嘉事堂	3.89	4.11	5.50	4.14
000963	华东医药	6.02	6.65	4.98	4.47
000028	国药一致	3.01	3.12	2.80	2.52
600998	九州通	1.04	1.06	1.38	1.41
600713	南京医药	0.84	0.85	0.69	0.32
002589	瑞康医药	2.40	2.27	2.33	2.43

数据来源: wind 上海证券研究所

表 7 ROE 水平比较

	ROE	2015Q3	2015H1	2014	2013
002462	嘉事堂	9.49	6.66	17.72	10.97
000963	华东医药	33.10	26.24	33.38	22.34
000028	国药一致	10.90	7.63	13.69	23.19
600998	九州通	4.04	3.07	7.19	9.37
600713	南京医药	5.36	3.62	6.02	3.67
002589	瑞康医药	5.31	3.36	10.07	8.80

数据来源: wind 上海证券研究所

从费用率角度,公司的销售费用率略高于同行,低于嘉事堂,管理费用率水平居中,财务费用率处于行业平均水平。

表 8 销售费用率比较

	销售费用率	2015Q3	2015H1	2014	2013
002462	嘉事堂	4.83	4.87	5.60	4.20
000963	华东医药	12.85	12.63	11.23	10.41
000028	国药一致	2.00	2.05	2.18	2.29
600998	九州通	2.43	2.46	2.59	2.36
600713	南京医药	1.92	1.95	2.15	2.54
002589	瑞康医药	3.88	3.50	3.01	2.31

数据来源: wind 上海证券研究所

表 9 管理费用率比较

	管理费用率	2015Q3	2015H1	2014	2013
002462	嘉事堂	1.44	1.54	1.39	1.12
000963	华东医药	2.79	2.74	3.26	3.02
000028	国药一致	1.62	1.59	1.98	1.99
600998	九州通	2.11	2.04	1.88	1.67
600713	南京医药	1.60	1.65	1.79	2.18
002589	瑞康医药	2.07	1.92	1.69	1.51

数据来源: wind 上海证券研究所

表 10 财务费用率比较

	财务费用率	2015Q3	2015H1	2014	2013
002462	嘉事堂	0.97	0.95	0.61	(0.02)
000963	华东医药	0.94	0.99	0.81	0.73
000028	国药一致	0.40	0.46	0.51	0.78
600998	九州通	1.05	1.04	0.96	1.08
600713	南京医药	0.96	0.98	1.33	1.25
002589	瑞康医药	0.73	0.82	0.99	1.12

数据来源: wind 上海证券研究所

3.2 公司增长能力分析

公司的收入增长和净利润增长相对稳定,收入增长速度高于行业平均水平,净利润增长速度略低于收入的增长,随着未来公司进入医疗器械并购扩张器,收入增长和净利润增长有望提速。

表 11 收入同比增长

	收入同比增长	2015Q3	2015H1	2014	2013
002462	嘉事堂	51.34	54.42	57.22	38.77
000963	华东医药	13.94	13.96	13.34	14.67
000028	国药一致	9.98	10.34	13.00	17.70
600998	九州通	19.02	19.99	22.82	13.32
600713	南京医药	11.76	11.65	14.76	3.96
002589	瑞康医药	25.64	25.65	31.39	28.20

数据来源: wind 上海证券研究所

表 12 扣非后净利润增长

	净利润同比增长 (扣非)	2015Q3	2015H1	2014	2013
002462	嘉事堂	46.87	61.03	43.24	33.39
000963	华东医药	68.78	68.84	33.24	19.66
000028	国药一致	16.96	14.43	20.84	12.90
600998	九州通	30.52	28.82	22.90	20.35
600713	南京医药	309.72	331.91	439.84	94.24
002589	瑞康医药	21.24	26.04	20.80	27.61

数据来源: wind 上海证券研究所

表 13 经营活动现金净流量增长

	经营活动现金净流量增长	2015Q3	2015H1	2014	2013
002462	嘉事堂	(28.83)	(56.37)	(144.71)	(746.81)
000963	华东医药	(109.48)	85.88	55.32	(25.79)
000028	国药一致	169.26	192.47	(271.32)	43.55
600998	九州通	(38.41)	(65.41)	(223.98)	137.53
600713	南京医药	(916.85)	(153.06)	(0.30)	(310.66)

002589 瑞康医药 (102.05) 27.69 40.38 (60.95)

数据来源: wind 上海证券研究所

3.3 公司营运能力分析

从营运能力表现来看,公司的营收账款周转速度较慢,回款速度较慢,但是存货周转较高,整体营运速度处于行业平均水平。

表 14 应收账款周转率

	应收账款周转率	2015Q3	2015H1	2014	2013
002462	嘉事堂	2.11	1.39	3.06	3.43
000963	华东医药	4.08	3.22	6.57	6.77
000028	国药一致	2.56	1.72	3.77	4.21
600998	九州通	4.77	3.39	10.46	15.09
600713	南京医药	3.12	2.13	4.69	4.89
002589	瑞康医药	1.84	1.31	2.77	2.82

数据来源: wind 上海证券研究所

表 15 存货周转率

	存货周转率	2015Q3	2015H1	2014	2013
002462	嘉事堂	6.52	4.64	8.66	9.47
000963	华东医药	5.97	3.82	8.38	8.22
000028	国药一致	7.55	5.19	10.59	10.90
600998	九州通	5.20	3.55	6.79	6.88
600713	南京医药	9.10	6.36	12.68	12.30
002589	瑞康医药	7.98	5.27	11.57	12.05

数据来源: wind 上海证券研究所

四、盈利预测及估值定价分析

盈利预测主要假设:

- 4、医药板块增速稳定,2016 年收益山东省招标,增速较高
- 5、医疗器械板块进入快速扩张期
- 6、PBM 业务 2016 年开始贡献利润

表 16 收入及毛利率预测

报告期	2017E	2016E	2015E
营业收入			
总体	18493	14374	9789
医药	13461	11217	8764
医疗器械	4922	3076	1025
PBM	110	80	
收入增长率			
总体	29%	47%	26%
医药	20%	28%	21%
医疗器械	60%	200%	90%
毛利率(%)			
总体	10.78%	10.37%	9.56%
药品	8%	8%	8%
医疗器械	20%	20%	22%

五、投资建议

公司机制灵活，管理层能力强，执行到位，是一家充满活力的民营医药商业公司。公司未来的发展空间在于以下几个方面：

- 1、省内医药市场的进一步扩容和公司市场占有率的提升；
- 2、公司在医疗器械配送领域的迅速扩张；

3、医疗创新领域的发展，尤其是公司 PBM 系统的发展。公司的 PBM 系统以医院为入口，业务模式适宜中国发展特点，2016 年将取得突破。

预测公司 2015-2017 年实现销售收入分别为 97.8 亿、143 亿、185 亿元，归属于母公司净利润分别为 2.4 亿、4.8 亿、7.1 亿元。在不考虑增发摊薄影响下，分别实现每股收益 0.44、0.87、1.28 元。

表 17 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	7785.91	9789.01	14373.58	18492.74
年增长率	31.39%	25.73%	46.83%	28.66%
归属于母公司的净利润	180.99	241.20	481.16	709.10
年增长率	26.07%	33.27%	99.48%	47.37%
每股收益(元)	0.326	0.435	0.868	1.279
PER (X)	107.85	80.93	40.57	27.53

注：按增发后股本 554.54 百万股计算

表 18 财务和估值数据

单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	4622.24	5925.84	7785.91	9789.01	14373.58	18492.74
增长率(%)	44.65%	28.20%	31.39%	25.73%	46.83%	28.66%
归属母公司股东净利润	110.65	143.55	180.99	241.20	481.16	709.10
增长率(%)	31.64%	29.74%	26.07%	33.27%	99.48%	47.37%
每股收益(EPS)	0.200	0.259	0.326	0.435	0.868	1.279
每股股利(DPS)	0.017	0.020	0.027	0.035	0.071	0.104
每股经营现金流	-0.302	-0.491	-0.290	0.294	-2.305	1.505
销售毛利率	8.15%	8.59%	9.06%	9.56%	10.37%	10.78%
销售净利率	2.39%	2.43%	2.33%	2.48%	3.37%	3.86%
净资产收益率(ROE)	12.07%	8.80%	10.07%	11.94%	8.65%	11.41%
投入资本回报率(ROIC)	13.91%	13.75%	10.38%	9.61%	15.59%	12.05%
市盈率(P/E)	176.41	135.98	107.85	80.93	40.57	27.53
市净率(P/B)	21.30	11.96	10.86	9.67	3.51	3.14
股息率(分红/股价)	0.000	0.001	0.001	0.001	0.002	0.003

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4622.24	5925.84	7785.91	9789.01	14373.58	18492.74
减: 营业成本	4245.33	5416.68	7080.52	8853.58	12883.39	16498.81
营业税金及附加	6.65	9.87	12.96	16.30	23.93	30.79
营业费用	95.92	136.89	234.03	342.62	503.08	647.25
管理费用	64.64	89.47	131.91	195.78	287.47	369.85
财务费用	36.94	66.22	76.75	57.52	30.29	-6.10
资产减值损失	20.83	10.95	15.11	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	-0.46	1.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	151.94	195.31	235.77	323.22	645.41	952.13
加: 其他非经营损益	-4.10	-1.80	5.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	147.84	193.50	241.76	323.22	645.41	952.13
减: 所得税	37.17	49.26	60.00	80.81	161.35	238.03
净利润	110.67	144.24	181.76	242.42	484.06	714.10
减: 少数股东损益	0.02	0.69	0.77	1.21	2.90	5.00
归属母公司股东净利润	110.65	143.55	180.99	241.20	481.16	709.10

资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	377.85	271.22	135.97	496.13	529.53	562.07
应收和预付款项	2102.01	469.20	208.36	1143.42	298.29	1232.49
存货	385.69	380.83	230.72	874.25	298.18	949.44
其他流动资产	2.40	0.00	21.49	21.49	21.49	21.49
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

固定资产和在建工程	156.70	1627.75	1608.59	1327.56	1055.53	781.50
无形资产和开发支出	65.02	102.79	100.19	88.14	76.08	64.02
其他非流动资产	0.79	0.88	0.58	0.29	0.00	0.00
资产总计	3090.47	2852.68	2305.91	3951.28	2279.11	3611.01
短期借款	640.00	1219.90	984.41	1321.17	468.98	636.75
应付和预收款项	1434.08	753.57	634.26	1685.02	776.51	1840.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	100.00	44.31	8.10	8.10	8.10	8.10
负债合计	2174.08	2017.79	1626.77	3014.29	1253.59	2485.08
股本	93.80	565.82	559.35	592.31	592.31	592.31
资本公积	563.19	467.65	458.35	635.39	635.39	635.39
留存收益	259.42	-395.86	-500.13	-462.24	-392.15	-312.65
归属母公司股东权益	916.41	637.62	517.57	765.46	835.55	915.05
少数股东权益	-0.02	197.27	161.56	171.53	189.97	210.88
股东权益合计	916.39	834.88	679.14	936.99	1025.52	1125.93
负债和股东权益合计	3090.47	2852.68	2305.91	3951.28	2279.11	3611.01
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	-167.61	-272.50	-160.88	162.77	-1278.04	834.39
投资性现金净流量	-117.29	-170.88	-201.85	-50.00	-600.00	-150.00
筹资性现金净流量	388.67	747.94	277.46	-172.81	2107.27	-286.92
现金流量净额	103.77	304.56	-85.28	-60.03	229.23	397.47

数据来源: wind, 上海证券

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。