



碘帕醇即将放量, 布局肿瘤个性化诊疗

投资要点

- **事件:** 日前, 我们与公司高管就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **高通量肿瘤基因测序技术优势明显。** 我国每年新增癌症病例约 350 万, 按照每例癌症基因检测花费 1 万元进行测算, 肿瘤基因检测市场空间高达 350 亿元。如覆盖率达到 30%, 至少存在百亿市场, 而目前肿瘤基因检测市场规模不足 10 亿元, 未来发展空间巨大。世和基因采用的高通量全景癌症基因测序技术具有高通量速度快、精确度高优点, 处于技术领先地位。另外在癌症生物学解读和大数据分析方面也有着深厚积累, 能够提供肿瘤个性化用药指导。目前世和基因已经与 50 多家医院合作提供测序服务, 预计今年的基因测序服务将不低于 1500 例, 按照每例检测 1.5 万元计算, 收入超过 2200 万元。
- **免疫细胞治疗逐步贡献业绩, 布局 CAR-T 疗法。** 免疫治疗是肿瘤治疗的最热门领域。按照每年新增 350 万癌症患者, 如果 10% 的患者采用免疫细胞治疗, 以每人治疗费用 10 万元计算, 肿瘤免疫细胞治疗的市场规模高达 350 亿元。中美康士拥有国内领先的肿瘤免疫细胞治疗平台, 以 CIK 细胞治疗为核心, 另外还开发了 DC、DC-CIK、CTL 细胞治疗, 收购微移植技术, 并大力研发 CAR-T 疗法。中美康士承诺 2015-2016 年净利润分别不低于 2600 万和 3800 万, 借助上市公司资金支持和营销渠道将迅速实现放量。
- **对比剂高增长态势明确, 首仿碘帕醇即将放量。** 我国对比剂市场规模约为 70 亿元, 年均复合增速在 10% 以上。从每百万人 CT 和 MRI 保有量来看, 我国远低于发达国家, 还有巨大的增长空间, 将带动对比剂市场持续扩容。2014 年公司对比剂收入达到 3.4 亿元, 保持 30% 以上的增长率。首仿碘帕醇于今年 5 月份获批, 市场规模约为 5-6 亿元, 凭借成本优势有望通过此次各省招标迅速放量, 收入贡献将不低于 1 亿元。
- **估值与评级:** 预计 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.39 元、0.51 元、0.61 元, 对应 PE 分别为 95 倍、74 倍、61 倍。考虑到首仿碘帕醇即将放量, 战略布局高通量基因测序和免疫治疗, 肿瘤个性化诊疗产业链外延式扩张预期强烈。看好公司在精准医疗领域的前瞻性布局和未来发展空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 南京世和获得基因测序试点资格进展低于预期的风险; 2) CIK 免疫治疗放量低于预期的风险; 3) 收购项目业绩实现或不达预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	439.9	588.7	750.4	892.8
增长率	32.7%	33.8%	27.5%	18.9%
归属母公司净利润(百万元)	86.8	130.1	167.5	200.5
增长率	31.5%	49.9%	28.7%	19.7%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.39	0.51	0.61
净资产收益率 ROE	14.1%	17.8%	19.6%	20.2%
PE	134	95	74	61
PB	17	16	14	12

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: 021-68413530

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力

执业证号: S1250515090002

电话: 023-67898264

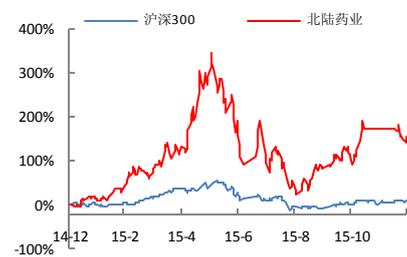
邮箱: hzli@swsc.com.cn

联系人: 周平

电话: 023-67791327

邮箱: zp@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)	3.31
流通 A 股(亿股)	3.03
52 周内股价区间(元)	13.8-66.58
总市值(亿元)	123.11
总资产(亿元)	9.93
每股净资产(元)	2.23

相关研究

1. 北陆药业(300016): 主营业务快速增长, 新业务贡献初显现 (2015-08-25)
2. 北陆药业(300016): 碘帕醇注射液获批, 丰富对比剂产品线 (2015-05-27)
3. 北陆药业(300016): 主业高速增长, 基因诊疗前景广阔 (2015-04-01)

目 录

1. 肿瘤个性化医疗产业扬帆起航.....	1
1.1 高通量肿瘤基因测序引领行业技术潮流.....	2
1.2 肿瘤免疫治疗逐步释放业绩.....	3
2. 对比剂高增长态势明确，首仿碘帕醇即将放量.....	5
3. 盈利预测与投资建议.....	7
4. 风险提示.....	7

图 目 录

图 1: 全球精准医疗市场规模预测（十亿美元）	1
图 2: 中国精准医疗发展历程	1
图 3: 公司打造的肿瘤个性化医疗体系	1
图 4: 世和基因测序技术明显优于传统基因检测技术	2
图 5: 世和基因在肿瘤个性化用药方面的技术优势	3
图 6: 世和基因在全球的研发机构及合作伙伴分布	3
图 7: 2020 年全球抗肿瘤市场格局	4
图 8: 2020 年国内抗肿瘤市场格局	4
图 9: 受调查医院开展各种免疫细胞治疗方法所占比例	4
图 10: 2013 年受调查医院病例采用细胞治疗方法比例	4
图 11: PDB 样本医院的对比剂销售额增长趋势	5
图 12: 2015Q3 在 PDB 样本医院的对比剂市场竞争格局	5
图 13: 国内重点对比剂企业的市场份额变化趋势	6
图 14: 公司对比剂营业收入增长趋势	6
图 15: PDB 样本医院的碘帕醇销售额增长趋势	7

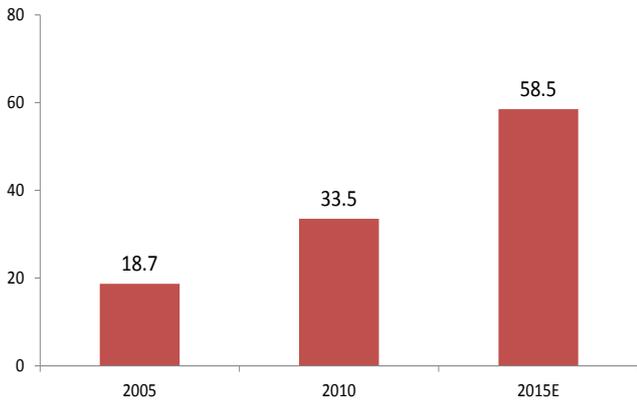
表 目 录

表 1: 各国每百万人 CT 和 MRI 保有量比较	5
表 2: 公司对比剂产品线	6
附表: 财务预测与估值	8

1. 肿瘤个性化医疗产业扬帆起航

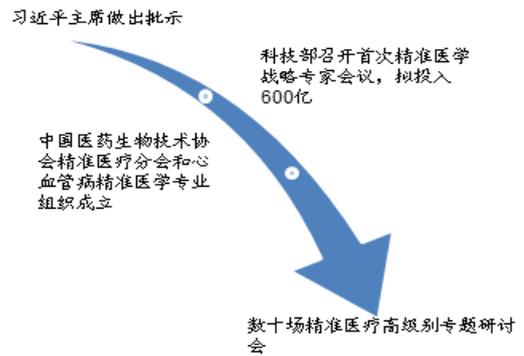
据预测 2015 年全球精准医疗市场规模将接近 600 亿美元，在 2005-2015 年期间年复合增速为 12%，预计 2015-2020 年复合增速将达到 15%，是医药行业增速的 3-4 倍。我国政府十分重视精准医疗发展。2015 年 2 月，习近平主席批示科技部和国家卫生计生委，要求成立中国精准医疗战略专家组；2015 年 3 月，科技部召开国家首次精准医学战略专家会议，并决定在 2030 年前政府将在精准医疗领域投入 600 亿元。

图 1：全球精准医疗市场规模预测（十亿美元）



数据来源：CNKI，西南证券

图 2：中国精准医疗发展历程



数据来源：公开资料，西南证券

公司从 2014 年就开始打造肿瘤个性化精准诊疗平台，契合全球精准医疗未来发展趋势。通过参股世和基因进军肿瘤高通量基因测序市场，收购中美康士获得领先的肿瘤免疫疗法，再加上公司传统主业为医院提供 CT 和 MRI 影像诊断所需的造影剂，初步形成了肿瘤个性化医疗体系。今年公司还出资 5000 万元与平安财智共同发起设立健康产业并购基金。并购基金总规模不低于 7 亿元，主要投资领域包括基因测序、个性化用药、细胞免疫治疗等方向，未来将进一步扩大公司的肿瘤个性化医疗体系。

图 3：公司打造的肿瘤个性化医疗体系



数据来源：公司公告，西南证券

1.1 高通量肿瘤基因测序引领行业技术潮流

WHO 发布的《全球癌症报告 2014》显示我国已成为全球癌症第一大国，每年新增病例和死亡人数均居全球首位。我国每年新增癌症病例约 350 万，约有 250 万人因此死亡。基因检测有助于预防癌症发生，并通过个性化用药指导进行针对性治疗从而减少医疗费用，未来有望成为癌症患者的常规检测项目。按照每例癌症基因检测花费 1 万元进行测算，肿瘤基因检测市场空间高达 350 亿元。考虑到基因检测费用与数十万治疗费用相比很小且能够显著提高疗效，未来将有大量患者接受肿瘤基因检测。如果覆盖率达到 30%，至少存在百亿市场。但目前肿瘤基因测序市场规模不足 10 亿元，未来发展空间巨大。

目前市场上的肿瘤基因检测主要采用了 PCR、桑格测序、基因芯片等上一代检测技术。而世和基因采用了更先进的高通量全景癌症基因测序技术，具有同时检测多个基因的多种突变、高通量速度快、精确度高、样本量少等优点，在行业内处于领先地位。

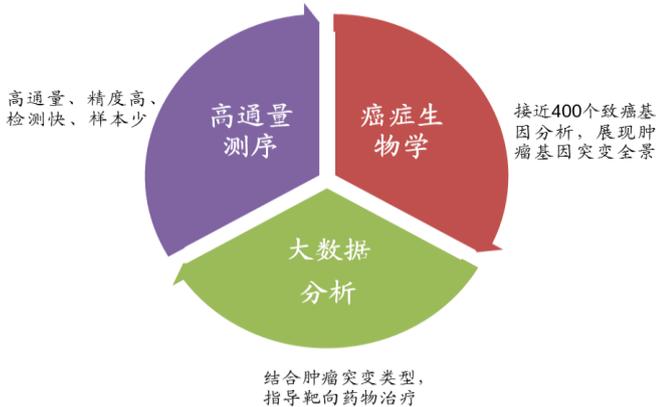
图 4：世和基因测序技术明显优于传统基因检测技术

		上代传统基因检测技术
检测全面	单次检测中同时发现多个基因的多种突变，如单碱基突变、碱基缺失、碱基插入、基因扩增、基因删除及基因融合	单次反应只能针对一种突变进行检测，并只能检测一种突变类型
高通量	同时对近400致癌基因进行测序，展现所有突变	单次反应只能检测单个基因的一种突变
精准度高	世和的技术在单次检测中对每个碱基覆盖300次以上，杜绝假阳性/阴性结果	传统技术需进行多次验证，假阳性/阴性错误率依然较高
只需微量样本	只需微量肿瘤样本，并且可以检测手术样本，血液/积液样本，FFPE石蜡样本等	多次反复检测导致需要大量样本造成样本不够用
周期短	检测流程高度自动化，只需十天提供全面准确的报告	多次反复检测导致价格高、耗时长，而且由于技术局限无法提供全面的报告
专有数据分析方法	已经实现数据分析的算法优化和分析自动化，快速处理海量病人数据(以千兆/Gb计量)，得到全面肿瘤突变信息，杜绝人为错误	技术局限无法及时有效处理海量病人数据
时时更新的医学数据库	以FDA逾三万份临床数据为基础，切实有用的报告，帮助医生进行肿瘤预后判断及推荐高敏感性的分子药物	报告来自不同实验室，造成信息重复混乱，诊断信息陈旧，无法保证时效性

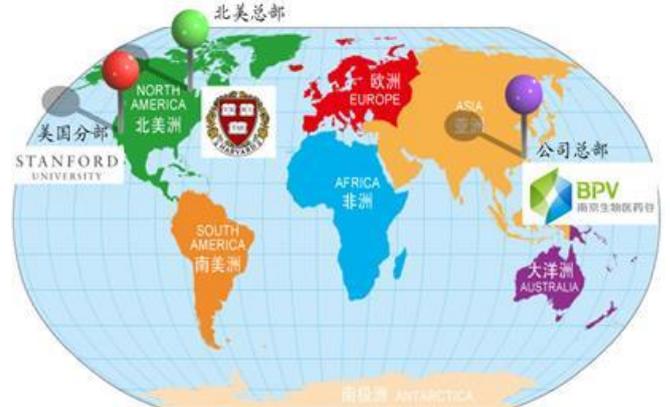
数据来源：世和基因官网，西南证券

基因测序仅仅是肿瘤个性化诊疗的一个环节，还需要对测序数据进行深入解析才能为后期的个性化用药提供指导。世和基因拥有的高通量基因测序、大数据分析和癌症生物学全面解读的能力在全球都处于领先地位。

- **基因测序：**全球屈指可数的癌症二代基因测序技术平台，全球仅 Foundation Medicine 等公司有高通量测序服务，国内大多数企业采用 PCR、基因芯片等传统基因检测技术；
- **癌症生物学：**癌症是基因突变导致的疾病，但发病机制复杂，将特定基因突变和癌症联系起来是一个技术难题。世和基因有很强的癌症生物学解读能力，能够对已知的 382 个致癌基因测序，展现肿瘤基因突变全景。
- **大数据分析：**在癌症生物学知识的基础上对基因测序获得的大数据进行分析，结合靶药物和化疗药物对特定基因型肿瘤的敏感性，为个性化治疗提供参考。

图 5：世和基因在肿瘤个性化用药方面的技术优势


数据来源：公司公告，西南证券

图 6：世和基因在全球的研发机构及合作伙伴分布


数据来源：世和基因官网，西南证券

世和基因从北美引进了高通量测序、癌症生物学和生物信息学领域的顶尖人才。北美总部位于加拿大多伦多 MaRS 孵化园，美国分部位于美国硅谷，生物信息平台研发实验室坐落于斯坦福大学。世和基因得到了哈佛大学、斯坦福大学、多伦多大学等全球顶尖科研院所的大力支持，打造了高效、专业化的优质研发团队，在技术上处于领先地位。

从未来发展趋势来看，世和基因将在产品线和覆盖医院两方面实现突破。在产品线方面，世和基因现在的主要产品是肿瘤基因测序，未来还将加大力度推广视网膜母细胞瘤、线粒体疾病、免疫缺陷疾病的基因检测，形成新的业绩增长点。在覆盖医院方面，目前世和基因尚未取得基因测序试点资质，只能与已有资质的医院合作开展测序服务，主要是在南方地区，目前正在积极开拓北方市场。随着国内放开下一批基因测序试点单位，世和基因凭借技术优势获得试点资质是大概率事件，届时业务可覆盖至全国所有三级医院和肿瘤专科医院。

目前世和基因已经与 50 多家医院合作开展肿瘤和罕见病基因测序服务。2014 年肿瘤测序超过 1000 例，预计今年将不低于 1500 例，按照每例检测 1.5 万元计算，今年仅肿瘤测序贡献收入就超过 2200 万元。

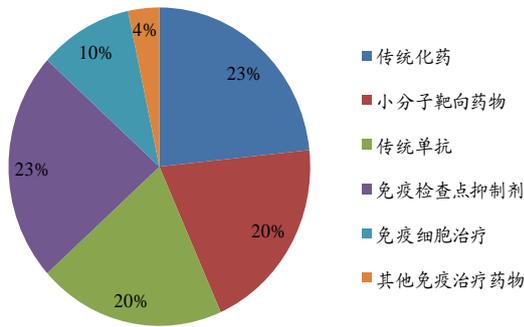
我们认为：目前肿瘤检测市场规模仅为 10 亿元左右，但未来市场空间超过百亿。世和基因拥有国内领先的高通量全景癌症基因测序技术，在肿瘤基因检测准确度和灵敏度等方面具有显著优势，借助上市公司的资金、营销等各方面支持将迅速发展壮大。

1.2 肿瘤免疫治疗逐步释放业绩

随着细胞生物学、免疫学、基因工程等技术的快速发展，免疫治疗作为一种安全而有效的治疗手段，在肿瘤综合治疗中的作用越来越突出，已逐步发展为继手术、化疗和放疗之后的第四大治疗方法。2013 年，《Science》杂志将肿瘤免疫治疗评选为年度十大科学突破之首，认为免疫治疗将在未来 10 年里发展成全球生物医药界最受瞩目的领域。

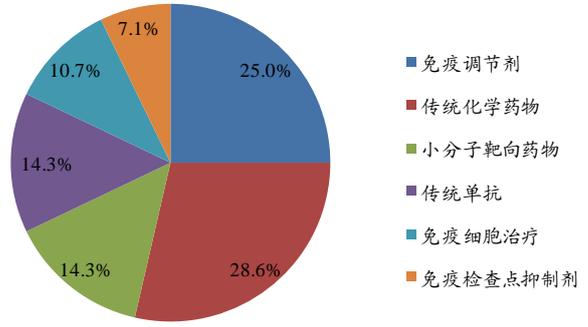
随着肿瘤免疫细胞治疗的逐步兴起，全球抗肿瘤治疗市场将发生巨大变化，免疫细胞治疗的市场地位将不断提高。根据 EvaluatePharma 预测，2020 年全球肿瘤治疗市场规模将达到 1500 亿美元，其中免疫细胞治疗市场规模将达到 150 亿美元。保守估计到 2020 年每年的癌症发病人数保持 350 万保持不变，以 10% 的患者采用细胞免疫疗法，每人每年平均治疗费用 10 万元计算，国内细胞治疗市场规模将达到 350 亿元。

图 7：2020 年全球抗肿瘤市场格局



数据来源：IMS, EvaluatePharma, 西南证券

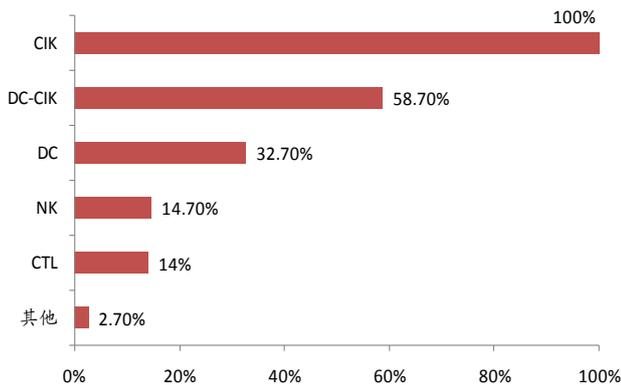
图 8：2020 年国内抗肿瘤市场格局



数据来源：IMS, 西南证券

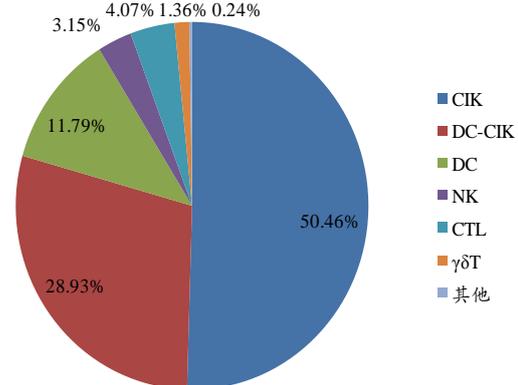
2013 年底,对北上广等 12 省市的 150 家开展免疫细胞治疗服务的医院的调查报告显示,全年总计治疗患者 54094 例,其中 CIK 开展率最高达到 100%,其次是 DC-CIK 与 DC。从不同细胞治疗方法采用的比例来看,CIK 占比最高达 50%,DC-CIK 和 DC 次之,分别为 29% 和 12%,其他类型细胞治疗的比例不到 5%。

图 9：受调查医院开展各种免疫细胞治疗方法所占比例



数据来源：CNKI, 西南证券

图 10：2013 年受调查医院病例采用细胞治疗方法比例



数据来源：CNKI, 西南证券

2014 年 9 月,公司公告称通过增资和认购将中美康士持股比例提升至 51%。中美康士的主要业务是向合作医院提供建设符合 GMP 规范的生物治疗实验室技术咨询以及相关技术服务。涵盖了 CIK、DC、DC-CIK、CTL 细胞治疗。目前中美康士的主要收入来自向医院提供 CIK 服务,每个疗程收费 2 万元,每位患者需要接受 3-5 个疗程,毛利率超过 80%。CIK 细胞治疗已经纳入黑龙江、吉林、辽宁、山东、广东、广西、浙江、江苏、陕西、甘肃等十多个省份的医保,最高报销比例能达到 90%。预计未来地方医保报销的区域和比例还会进一步提升,从而有效减轻患者负担,对中美康士细胞治疗业务扩张将产生巨大的推动作用。

另外中美康士还出资 3000 万元收购了纽赛尔 75% 的股权。纽赛尔主要业务是为血液病和肿瘤临床提供符合国家 GMP 标准的新型细胞、免疫、基因治疗产品。纽赛尔与 307 医院合作开发的具有原创性知识产权的微移植技术是恶性血液肿瘤治疗的重大突破:如抗白血病效应明显且无移植抗宿主病 (GVHD),快速造血恢复、白血病缓解率及患者存活率大幅提

高，已成功应用到血液肿瘤及部分实体瘤。目前纽赛尔的产品目前还处于临床研发阶段，已有 20 多个病例进行了治疗，未来将进一步增强公司在血液肿瘤和免疫治疗领域的竞争力。

我们认为：通过自研和并购，中美康士已经拥有了 CIK、DC、DC-CIK、微移植等肿瘤治疗技术，而且还在加强 CAR-T 细胞治疗研发，产品线齐全而且具备技术优势，借助上市公司渠道将迅速实现放量。

2. 对比剂高增长态势明确，首仿碘帕醇即将放量

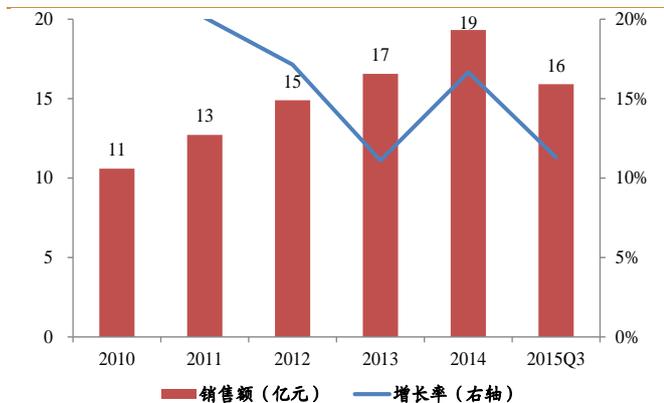
公司主营产品为用于 CT 和 MRI 影像诊断的对比剂。从 CT 和 MRI 的人均保有量来看，我国对比剂市场还有较大的成长空间。发达国家的每百万人 CT 和 MRI 保有量在 2009 年就已达到 30 台和 15 台，而我国仅为 7.4 台和 2.1 台，就算是到了 2013 年底也才 10 台和 4.5 台左右，与发达国家相比还有巨大的差距。随着我国 CT 和 MRI 保有量提升，对比剂市场也将迎来快速扩容。

表 1: 各国每百万人 CT 和 MRI 保有量比较

国家	每百万人 CT 保有量 (台)	每百万人 MRI 保有量 (台)
日本	97.3	43.1
澳大利亚	38.8	5.9
韩国	37.1	19.0
美国	34.3	25.9
希腊	33.9	21.8
奥地利	29.9	18.0
丹麦	23.7	15.4
芬兰	20.5	16.2
加拿大	13.9	8.0
英国	7.4	5.6
中国*	7.4	2.1

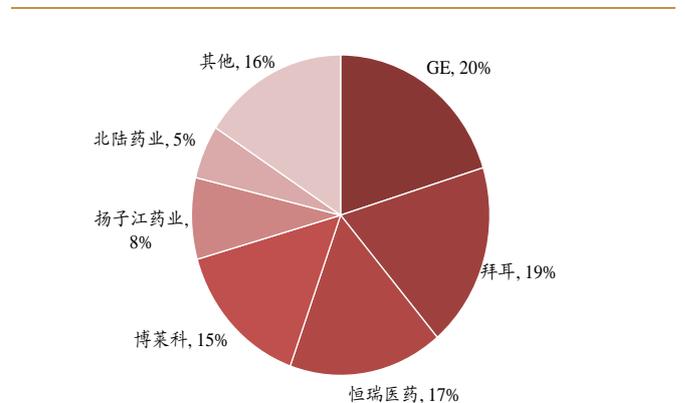
数据来源：文献调研，西南证券（中国数据为上海、浙江、陕西和湖南四省的平均值）

图 11: PDB 样本医院的对比剂销售额增长趋势



数据来源：PDB，西南证券

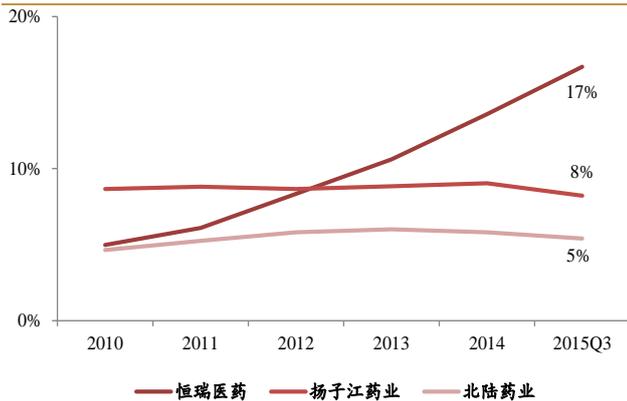
图 12: 2015Q3 在 PDB 样本医院的对比剂市场竞争格局



数据来源：PDB，西南证券

从市场规模来看，PDB 样本医院数据显示我国对比剂整体市场规模从 2010 年的 10.6 亿元增长到 2014 年的 19.3 亿元，年均复合增速达到 16%。2015 年前三季度的市场销售额达到 15.9 亿元，同比增长 11%。

从市场份额来看，我国对比剂市场由外资企业垄断，GE、拜耳、博莱科占据市场主导地位，市场份额均在 15% 以上。但是近年来随着医保控费趋严，国内企业凭借成本优势逐步实现进口替代，市场份额不断扩大。恒瑞医药、扬子江药业和北陆药业三家国内主要企业的市场份额从 2010 年的 18% 提高到 2015Q3 的 30%。

图 13: 国内重点对比剂企业的市场份额变化趋势


数据来源: PDB, 西南证券

图 14: 公司对对比剂营业收入增长趋势


数据来源: PDB, 西南证券

公司有多款对比剂产品上市，主要包括 X 射线对比剂碘克沙醇、碘海醇、碘帕醇；以及磁共振对比剂钆喷酸葡胺、钆贝葡胺。其中碘帕醇是首仿，2015 年 5 月刚获批上市；钆贝葡胺目前已申报生产，且无其他国内厂商申报，市场竞争格局良好，预计将于 2016 年上市。

表 2: 公司对对比剂产品线

产品系列	对比剂	获批时间	竞争格局	医保	2014 年 PDB 销售额	市场份额
X 射线对比剂	碘克沙醇	2011	6 家	乙类	2.4 亿元	极小*
	碘海醇	上市前	>10 家	甲类/基药	4.5 亿元	11%
	碘帕醇	2015	首仿	甲类	2.4 亿元	--
磁共振对比剂	钆喷酸葡胺	上市前	5 家	乙类	1.8 亿元	33%
	钆贝葡胺	申报生产	将成为首仿	乙类	0.1 亿元	--

数据来源: PDB, 药智网, 西南证券

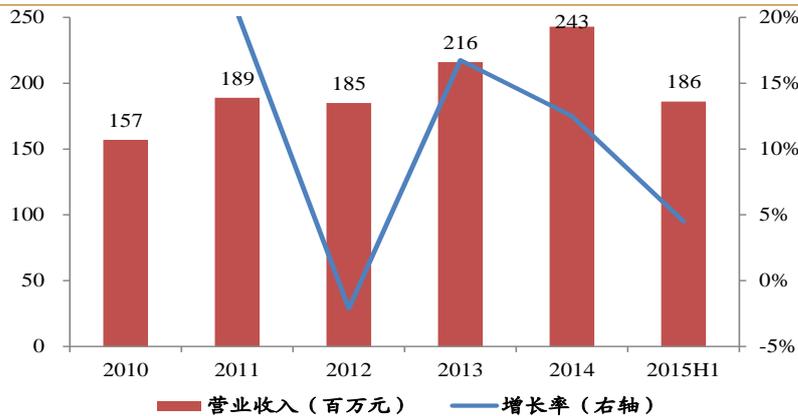
公司对对比剂产品保持高速增长势头，从 2010 年的 1.3 亿元增长到 2014 年的 3.4 亿元，年均复合增速达 27%。按照公司占比 5% 左右进行测算，行业整体规模约为 70 亿元左右，公司还有巨大的增长空间。公司在 2015 年上半年收入达 2.2 亿元，同比增长 32%。随着营销力度加强和碘帕醇逐渐放量，未来有望保持 30% 左右的增速。

碘帕醇注射液是第二代非离子型单体 X 射线对比剂，为医保甲类。适用于神经放射学、血管造影术、泌尿系统造影术、关节造影术、瘻道造影术、数字减影血管造影术以及 CT 检查中增强扫描。

PDB 样本医院数据显示，碘帕醇的销售额从 2010 年的 1.6 亿元增长到 2014 年的 2.4 亿元，年均复合增速达到 12%。目前我国只有原研厂商博莱科的碘帕醇已经上市销售，公司是国内首仿，今年 5 月才获得药品注册批件，目前正在积极参与各省招标，凭借成本优势有望迅速实现进口替代。

根据 PDB 样本医院数据估计我国碘帕醇的整个市场规模在 5-6 亿元左右，而且每年还保持 10% 以上的增长率。考虑到目前市场上仅原研药上市，市场竞争格局良好，公司凭借成本优势将迅速有望迅速扩大市场份额，假设占据 20% 的市场份额，收入将达到 1 亿元，如果能占据 50% 的市场份额，将不低于 2.5 亿元。

图 15: PDB 样本医院的碘帕醇销售额增长趋势



数据来源: PDB, 西南证券

3. 盈利预测与投资建议

预计公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.39 元、0.51 元、0.61 元，对应 PE 分别为 95 倍、74 倍、61 倍。考虑到首仿碘帕醇即将放量，公司积极布局高通量基因测序和细胞免疫治疗，肿瘤个性化诊疗产业链的外延式扩张预期强烈。我们看好公司在精准医疗领域的前瞻性布局和未来发展空间，维持“买入”评级。

4. 风险提示

- (1) 南京世和获得基因测序试点资格进展低于预期的风险；
- (2) CIK 免疫治疗放量低于预期的风险；
- (3) 收购项目业绩实现或不达预期的风险。

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	439.98	588.74	750.44	892.82	净利润	94.16	138.08	175.99	209.48
营业成本	120.25	159.37	202.37	249.21	折旧与摊销	13.01	21.47	21.47	21.47
营业税金及附加	4.66	6.24	7.95	9.46	财务费用	-5.60	0.04	0.05	0.06
销售费用	168.17	211.95	270.16	312.49	资产减值损失	3.11	0.00	0.00	0.00
管理费用	38.06	47.10	60.04	71.43	经营营运资本变动	-9.50	-26.96	-55.17	-44.99
财务费用	-5.60	0.04	0.05	0.06	其他	-53.07	-4.40	3.30	2.67
资产减值损失	3.11	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	42.11	128.23	145.64	188.70
投资收益	-0.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-244.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	62.94	-0.42	0.10	0.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-181.72	-0.42	0.10	0.02
营业利润	111.14	164.05	209.88	250.18	短期借款	60.06	-60.06	0.00	0.00
其他非经营损益	2.84	2.00	1.98	2.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	113.98	166.05	211.86	252.31	股权融资	29.02	0.00	0.00	0.00
所得税	19.81	27.96	35.87	42.83	支付股利	-30.55	-31.12	-53.91	-67.66
净利润	94.16	138.08	175.99	209.48	其他	-19.19	-4.16	-0.05	-0.06
少数股东损益	7.40	8.00	8.50	9.00	筹资活动现金流净额	39.34	-95.34	-53.96	-67.71
归属母公司股东净利润	86.77	130.08	167.49	200.48	现金流量净额	-100.27	32.48	91.79	121.00
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	145.28	177.76	269.54	390.54	成长能力				
应收和预付款项	176.58	217.26	282.71	338.88	销售收入增长率	32.68%	33.81%	27.47%	18.97%
存货	81.19	107.60	136.63	168.25	营业利润增长率	41.39%	47.61%	27.94%	19.20%
其他流动资产	0.91	1.22	1.56	1.86	净利润增长率	42.73%	46.64%	27.45%	19.03%
长期股权投资	30.68	30.68	30.68	30.68	EBITDA 增长率	46.43%	56.53%	24.70%	17.42%
投资性房地产	19.10	19.52	19.41	19.40	获利能力				
固定资产和在建工程	196.70	177.62	158.53	139.45	毛利率	72.67%	72.93%	73.03%	72.09%
无形资产和开发支出	236.74	234.78	232.81	230.85	三费率	45.60%	44.01%	44.01%	43.01%
其他非流动资产	19.83	19.40	18.97	18.55	净利率	21.40%	23.45%	23.45%	23.46%
资产总计	907.00	985.83	1150.86	1338.44	ROE	14.13%	17.86%	19.66%	20.20%
短期借款	60.06	0.00	0.00	0.00	ROA	10.63%	10.38%	16.64%	18.24%
应付和预收款项	39.52	48.88	62.51	76.34	ROIC	19.77%	23.67%	28.47%	31.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.94%	31.52%	30.83%	30.43%
其他负债	141.10	163.65	192.98	224.92	营运能力				
负债合计	240.67	212.53	255.48	301.25	总资产周转率	57.61%	62.21%	70.24%	71.73%
股本	311.27	330.51	330.51	330.51	固定资产周转率	286.04%	436.95%	648.86%	924.51%
资本公积	99.13	99.13	99.13	99.13	应收账款周转率	333.97%	330.76%	337.46%	321.16%
留存收益	233.64	332.61	446.18	579.00	存货周转率	174.65%	168.84%	165.73%	163.48%
归属母公司股东权益	623.20	722.16	835.74	968.56	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.72%	--	--	--
少数股东权益	43.13	51.13	59.63	68.63	资本结构				
股东权益合计	666.33	773.30	895.37	1037.19	资产负债率	26.53%	21.56%	22.20%	22.51%
负债和股东权益合计	907.00	985.83	1150.86	1338.44	带息债务/总负债	24.95%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.18	3.20	3.44	3.65
					速动比率	1.74	2.51	2.76	2.97
					股利支付率	35.86%	41.45%	40.40%	39.99%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	118.54	185.56	231.40	271.71	每股收益	0.28	0.39	0.51	0.61
PE	133.63	94.65	73.51	61.41	每股净资产	2.14	2.34	2.71	3.14
PB	17.40	15.92	13.75	11.87	每股经营现金	0.14	0.39	0.44	0.57
PS	26.35	20.91	16.41	13.79	每股股利	0.10	0.16	0.20	0.24
EV/EBITDA	102.49	64.78	51.33	43.12					
股息率	0.25%	0.44%	0.55%	0.65%					

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 楼

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

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

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

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn