

## 国内优秀的新型医药包装企业

### 投资要点

- **新型医药包装企业，国内领先。**公司系国内优秀的医药包装企业，专业从事直接接触药品的高阻隔包装材料的研发、生产和销售，形成了以冷冲压成型复合硬片产品为核心，涵盖中高端医药包装产品的包装材料研发、设计与生产相结合的服务体系。公司获得了国家药监局核发的17个药品包装材料和容器注册证，主要产品获得美国FDA的DMF备案，并于2011年成为世界五百强企业美国霍尼韦尔聚三氟氯乙烯产品的指定合作商，为公司产品进入欧美市场打下了基础。
- **行业换挡升级空间广阔，公司竞争优势突出。**随着全球经济一体化的发展、世界人口总量增长及社会老龄化进程加快，全球医药产品市场保持较快增长态势。国家统计局发布的统计数据显示，医药制造业的产品销售收入自2001年到2013年年均复合增长率为21.3%。加之我国全面进入小康社会的步伐逐步加快，居民对药品包装质量的要求和安全性的关注不断提高，国内药包材产品质量差、档次低等问题有望得到解决，行业在换挡升级中将迸发出新的能量。公司位处新型药包材生产企业的优势地位，通过对资金、人才、技术、市场等各方面资源的不断整合，综合实力和行业影响力获得持续提升。
- **募投项目显著提升盈利能力。**本次募集资金扣除发行费用后投入年产新型药用包装材料6000吨项目以及补充流动资金。公司目前拥有产能6000吨，但产能利用率常年高企，制约公司发展。募投项目达产后，将原有产能扩充一倍，冲破制约发展的瓶颈，且募投项目皆为新型包装材料，盈利能力较原有产品强劲，将显著提升公司综合盈利水平。同时快速增长的业务规模也使公司资金需求加大，有补充流动资金的诉求。本次募投项目能够有效地缓解公司目前产能和资金不足的情况，且与公司现有生产经营规模、财务状况相适应，为其未来发展提供保障。
- **盈利预测。**预计公司2015-2017年的EPS分别为1.04元、1.08元和2.18元。参照可比公司2017年的估值，结合公司的成长性，我们认为2017年公司的合理估值应该为20~25倍，对应的股价为43.6~54.5元。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险；下游需求低迷的风险；募投项目建设低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	289.85	288.43	295.78	529.12
增长率	4.50%	-0.49%	2.55%	78.89%
归属母公司净利润(百万元)	54.22	55.59	57.91	116.42
增长率	21.94%	2.51%	4.18%	101.04%
每股收益EPS(元)	1.02	1.04	1.08	2.18
净资产收益率ROE	23.39%	20.11%	9.47%	16.27%
PE	22	21	20	10
PB	3.79	3.18	1.43	1.22

数据来源: Wind, 西南证券

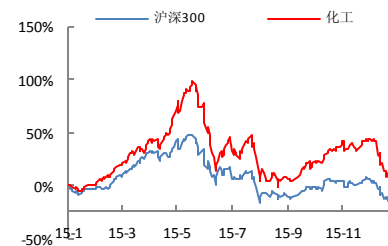
### 西南证券研究发展中心

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

联系人: 张汪强  
电话: 021-68415687  
邮箱: zwq@swsc.com.cn

### 所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

### 本次发行情况

发行前总股本(万股)	4000
本次发行(万股)	1338
发行后总股本(万股)	5338
2014年每股收益(摊薄后)(元)	1.36
2014年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.28

### 主要指标(2014年)

每股净资产(元)	5.76
毛利率(%)	35.07
流动比率(倍)	4.08
速动比率(倍)	3.55
应收账款周转率(次)	3.53
资产负债率(合并报表)(%)	19.41
净资产收益率(加权平均)(%)	26.27

### 相关研究

## 目 录

1. 国内优秀的医药包装企业.....	1
2. 药用包装材料换挡升级能量巨大，公司竞争优势凸出.....	2
2.1 医药包装行业换挡升级，前景广阔.....	3
2.2 公司具有较强竞争优势.....	5
3. 募投项目分析.....	7
4. 盈利预测与投资建议.....	8
5. 风险提示.....	9

## 图 目 录

图 1: 公司 2015 年 Q1-Q3 主营业务结构.....	1
图 2: 公司 2015 年 Q1-Q3 毛利率贡献情况.....	1
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速.....	1
图 4: 公司 2011 年以来净利润及增速.....	1
图 5: 首发后公司股权结构.....	2
图 6: 公司产品所处产业链.....	2
图 7: 医药制造业总产值及增速.....	3
图 8: 2005-2010 年主要国家和地区医药包装年复合增长率.....	3
图 9: 公司部分产品构成图.....	5
图 10: 公司冷冲压成型复合硬片产品及下游.....	5
图 11: 公司冷冲压成型复合硬片营业收入（万元）及增速.....	5
图 12: 公司冷冲压成型复合硬片毛利率较高.....	5
图 13: 公司持续投入较高研发费用（万元）.....	6
图 14: 公司共有 5 项发明专利和 19 项实用新型专利.....	6
图 15: 公司产能利用率与产销率高企.....	7
图 16: 募投项目扩建优势产品，提升盈利能力.....	7

## 表 目 录

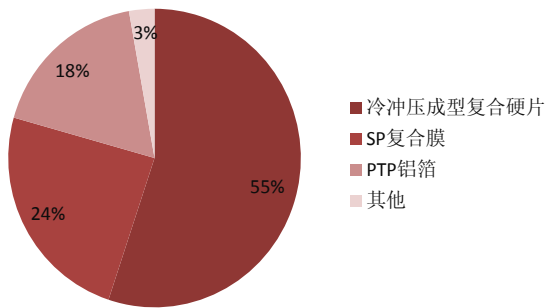
表 1: 与海顺新材具备生产同类产品能力的企业数量.....	4
表 2: 募投项目列示.....	7
表 3: 募投项目具体产品名称与新增产能投放预测.....	7
表 4: 募投项目达产后新增折旧额与可实现净利润预测.....	8
表 5: 分业务收入及毛利率.....	8
表 6: 可比公司估值情况.....	9
附表: 财务预测与估值.....	10

## 1. 国内优秀的医药包装企业

公司是国内优秀的医药包装企业，形成了以冷冲压成型复合硬片产品为核心，涵盖中高端医药包装产品的包装材料研发、设计与生产相结合的服务体系。通过包装设计、印刷工艺控制与材料生产的结合，公司形成了较好的生产制造平台，能够快速灵活地为用户提供大批量、高稳定性、高安全性的药包材产品和服务。

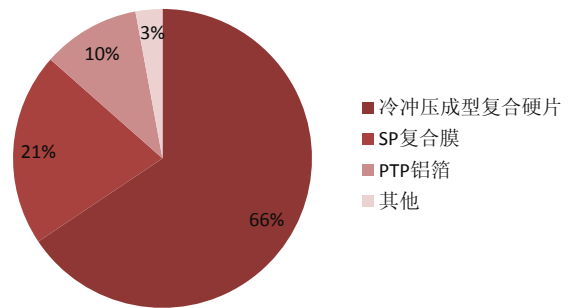
**公司主营业务结构：**公司收入主要来自冷冲压成型复合硬片，占比 55%，SP 复合膜占比 24%，PTP 铝箔占营业收入占比 18%；因为毛利率较高，冷冲压成型复合硬片贡献 66% 的毛利润，SP 复合膜占毛利比 21%，PTP 铝箔占比 23%。

图 1：公司 2015 年 Q1-Q3 主营业务结构



数据来源：公司公告，西南证券

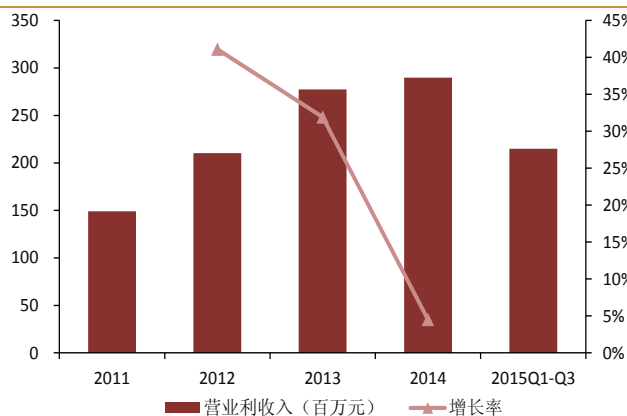
图 2：公司 2015 年 Q1-Q3 毛利率贡献情况



数据来源：公司公告，西南证券

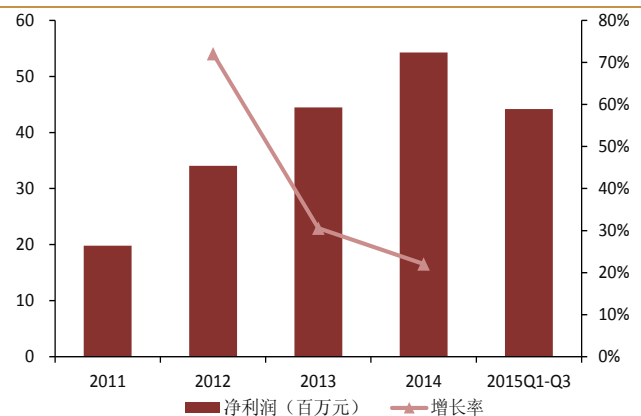
**公司业绩状况：**由于国家产业政策的有力支持，药用包装材料市场需求保持稳步增长，新型药用包装材料市场迅速发展，2012 年-2014 年公司营业收入复合增长率达到 17.42%，增速较快。2013 年公司营业收入同比增长 31.93%，2014 年公司受产能限制，仅增长 4.50%。公司净利润增长幅度较主营业务更为迅速，2012-2014 年复合增长率为 26.25%。

图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

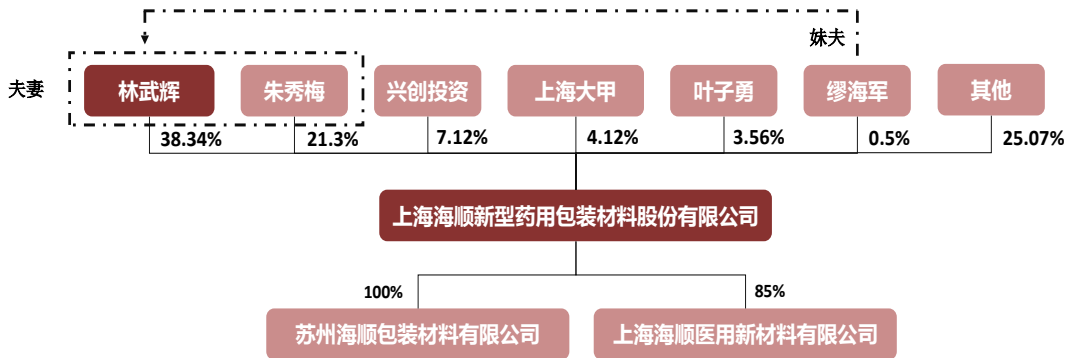
图 4：公司 2011 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券

**公司的股权结构：**公司 IPO 前，林武辉先生和朱秀梅女士（林武辉之妻）直接或间接合计持有公司 81.67%的股份，为公司控股股东及实际控制人，股权较为集中。林武辉先生除直接持有海顺新材股份外，还持有上海大甲 37.77%股权。本次发行后，林武辉先生和朱秀梅女士直接或间接持有公司股份 61.2%。

**图 5：首发后公司股权结构**

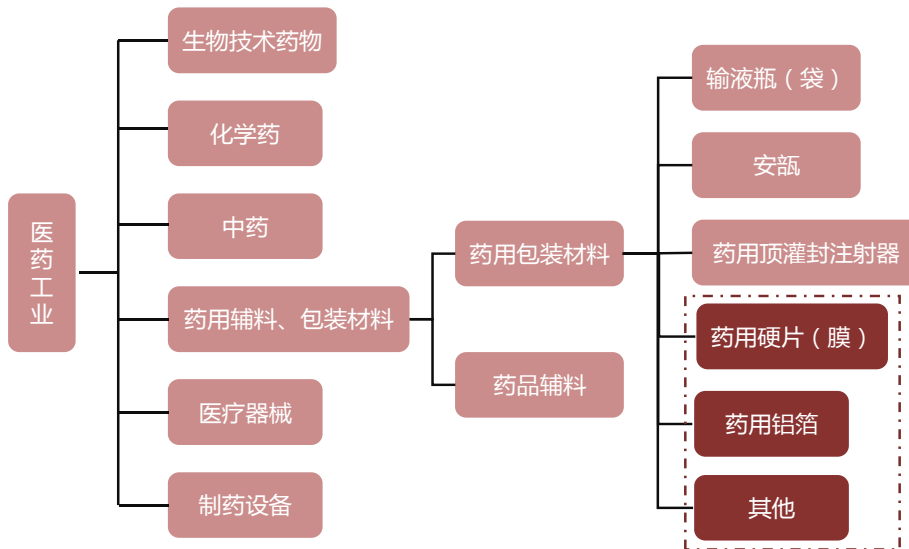


数据来源：公司公告，西南证券

## 2. 药用包装材料换挡升级能量巨大，公司竞争优势凸出

海顺新材主要产品为新型药用包装材料，属于需要国家药监局审批的直接接触药品的包装材料和容器，主要应用于直接接触药品的新型医药包装领域，行业主管部门为国家药监局，实施注册审批管理制度。

**图 6：公司产品所处产业链**



数据来源：招股说明书，西南证券

## 2.1 医药包装行业换挡升级，前景广阔

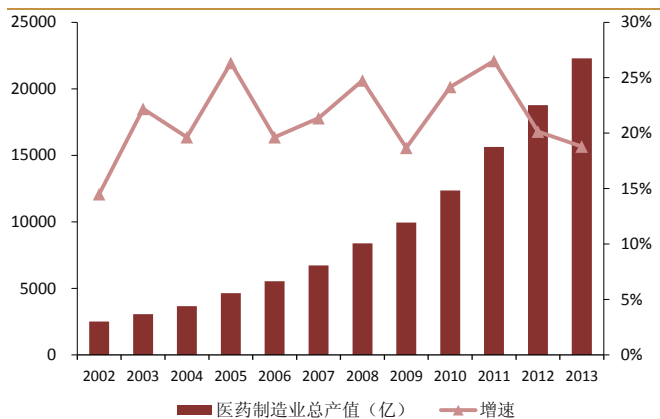
### 2.1.1 行业换挡升级将迸发出新的能量

随着全球经济一体化的发展、世界人口总量增长及社会老龄化进程加快，全球医药产品市场保持较快增长态势。国家统计局发布的统计数据显示，医药制造业的产品销售收入由2001年的0.19万亿元增长到2013年的2.2万亿元，年均复合增长率为21.3%。

TheFreedoniaGroup, Inc. 2011年发布的《WORLD PHARMACEUTICAL PACKAGING TO 2015》的统计数据显示，全球医药包装市场销售总额从2005年的356亿美元上升至2010年的472亿美元左右，年均复合增长率为5.79%。在2000年至2010年10年间，中国医药包装行业的市场容量快速增长，医药包装行业市场需求量由13.28亿美元增长到36.40亿美元，规模扩大近3倍。

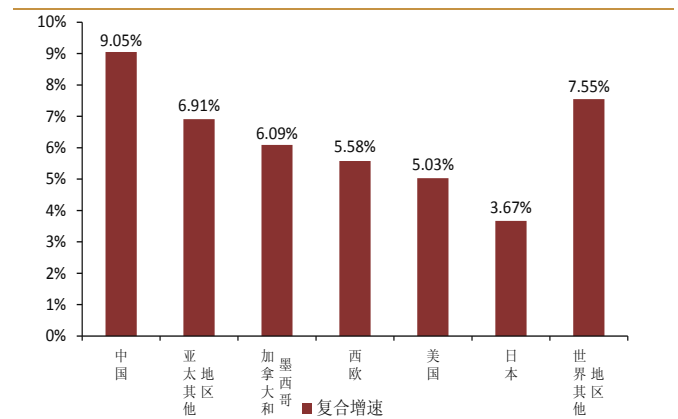
据TheFreedoniaGroup, Inc. 预测，2010年-2015年，全球药品包装的需求年复合增长率为5.51%，到2015年市场需求将达到620亿美元左右，美国、西欧和日本等发达国家的需求占比略有下滑，中国药品包装市场的需求占比达到8.64%左右，金额达到53亿美元左右。

图 7：医药制造业总产值及增速



数据来源：国家统计局，西南证券

图 8：2005-2010 年主要国家和地区医药包装年复合增长率



数据来源：招股说明书，西南证券

**换挡升级空间广阔。**2011年以来，随着新医改的逐步推进，我国医疗保障体系逐步健全，政府继续出台了一系列措施推动医药行业的快速发展。加之我国全面进入小康社会的步伐逐步加快，居民对药品包装质量的要求和安全性的关注不断提高，国家有关部门对医药包装行业的发展日趋重视，行业将逐步进入规范化、专业化发展的新阶段。2012年，医药包装材料首次进入《医药工业“十二五”发展规划》，并成为医药工业转型升级中的重点发展领域。2013年2月，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2011年本）》（修正），新型药用包装材料及其技术开发和生产被列入医药产业中鼓励发展的子行业，可降解材料，具有避光、高阻隔性、高透过性等功能性材料在未来一段时期将被作为重点对象予以支持发展。

同时，随着国内医药包装企业在资金、产品研发和市场开拓等方面投入的加大，部分行业领先企业逐步提升自主研发和生产高端药包材产品能力，共同推进行业提质增效，国内药包材产品质量差、档次低等问题有望得到解决，行业在换挡升级中将迸发出新的能量。

## 2.1.2 公司的行业地位国内领先

目前国内从事医药包装材料生产的企业主要分为三类，一类是少数大型制药企业，其药品与包装产品关联度高，如塑料瓶、玻璃瓶等运输成本高、占药品总成本高的包装材料，以自主生产为主；一类是产品线较广，除从事医药包装行业外，产品同时覆盖食品、保健品、消费品等各类包装领域的企业，如浙江金石包装有限公司、江阴宝柏包装有限公司；一类是专业从事医药包装材料研发、生产和销售的企业，如海顺新材、江苏中金玛泰医药包装有限公司。

截至 2011 年 10 月底，我国共有各类药包材生产企业 1500 家。行业内生产企业数量众多，市场集中度不高，竞争较为充分；同时，行业内大部分企业规模较小，技术水平较低，缺乏专业技术和行业经验，管理水平和规模化生产能力较弱，只能生产结构简单、品种单一的产品。随着国内医药制造业的快速发展，国内日益增长的药包材市场需求也吸引国外企业通过并购或直接投资的方式参与国内竞争。

而国际上医药包装行业集中度较高，澳大利亚 Amcor（阿姆科集团）、奥地利 ConstantiaFlexibles 等大型企业拥有行业主要市场份额，其产品种类、技术水平、研发实力均处于行业领先水平，在软包装领域具有较强的竞争力，占据了欧美等发达国家的主要中高端市场。

**表 1：与海顺新材具备生产同类产品能力的企业数量**

序号	品种名称	企业数量
1	药品包装用铝箔	130
2	聚酯/铝/聚乙烯药品包装用复合膜	78
3	聚酰胺/铝/聚氯乙烯冷冲压成型固体药用复合硬片	40
4	聚酯/镀铝聚酯/聚乙烯药品包装用复合膜	35
5	纸/铝/聚乙烯药品包装用复合膜	11
6	双向拉伸聚丙烯/铝/聚乙烯药品包装用复合膜	7
7	铝/聚乙烯药品包装用复合膜	6
8	聚酯/真空镀铝流延聚丙烯药品包装用复合膜	5
9	聚三氟氯乙烯/聚氯乙烯固体药用复合硬片	4
10	玻璃纸/铝/聚乙烯药品包装用复合膜	2
11	聚酰胺/铝冷成型固体药用复合硬片	2
12	聚酰胺/铝/聚乙烯冷冲压成型固体药用复合硬片	2
13	纸/铝药品包装用复合膜	2
14	铝/聚氯乙烯药品包装用复合膜	1

注：以上品种的药品包装用材料和容器注册证批准日期为 2010 年 1 月 1 日-2014 年 12 月 31 日；同一控制下企业数量合并计算。数据来源：中国医药包装协会，西南证券

**公司的行业地位国内领先。**海顺新材通过在医药包装市场上的长期经营，与全国“2014 年度中国医药工业百强企业榜单”中半数以上医药企业建立了合作关系，产品涵盖中高端医药包装产品的包装材料研发、设计与生产相结合的服务体系。由此奠定了公司作为新型药包材生产企业的优势地位，并通过对资金、人才、技术、市场等各方面资源的不断整合，综合实力 and 行业影响力获得持续提升。

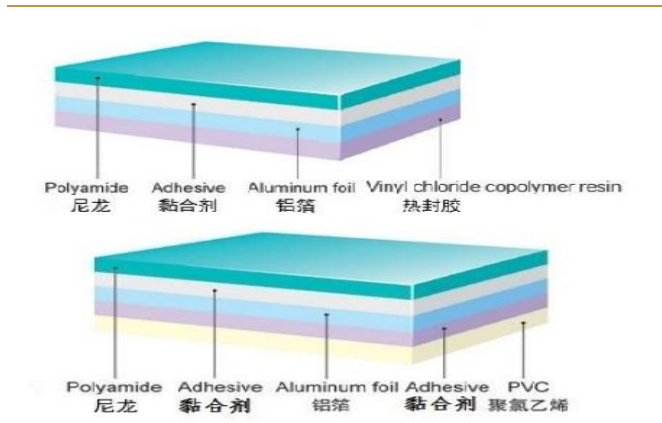
## 2.2 公司具有较强竞争优势

### 2.2.1 主营产品竞争优势凸出

冷冲压成型复合硬片是海顺新材的主要产品，是国内制药行业正在逐步兴起的具有高阻隔性能的高档包装材料，技术要求高，市场效益较好。由于其较好的产品安全性能，达到了欧盟指令 94/62/EC 和修正案 2004/12/EC，2005/20/EC 的相关要求，具有较强的竞争力。

冷冲压成型复合硬片常用的结构为尼龙/AL/PVC、尼龙/AL/PP、尼龙/AL/PE、尼龙/AL/VC 等。冷冲压成型复合硬片属于进口替代性产品，与国外同类产品相比，公司产品各项指标达到发达国家同类产品技术水平，且具有一定的价格优势，产品议价能力较强。且其行业门槛相对较高，国内具有冷冲压成型复合硬片药包材注册证的企业数量较少。公司冷冲压成型复合硬片产品的未来市场前景广阔。

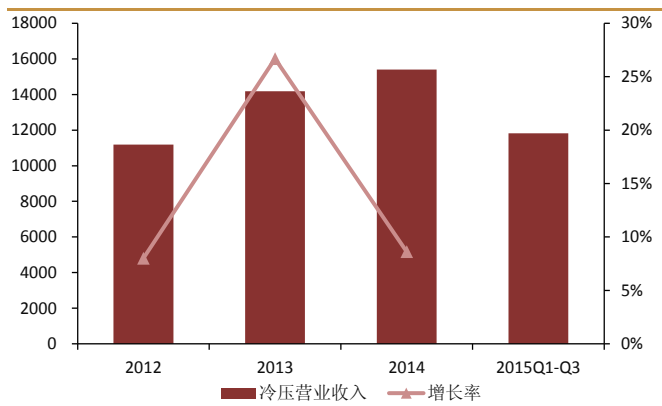
图 9：公司部分产品构成图



数据来源：招股说明书，西南证券

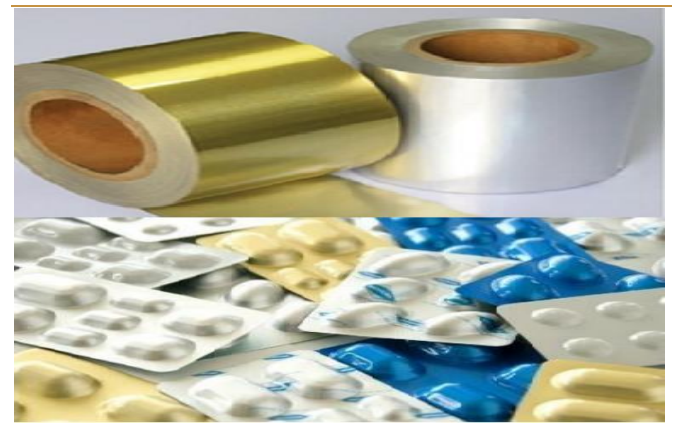
冷冲压成型复合硬片产品具有良好的阻隔性、延展性、耐候性，其对水汽、氧气、光线的透过率理论上为零，其适用于外观档次要求高及对水汽、氧气、光线敏感的片剂、胶囊、栓剂、丸剂等药品的包装。经过多年研发生产经验的积累，公司较好地解决了关键技术性难题，并形成自己的拉伸增强理论，建立起了一整套保持品质稳定的质量保证体系。同时，公司不断挖掘冷冲压成型复合硬片的其他性能，例如公司成功开发出彩色系列和印刷系列冷冲压成型复合硬片，能够为客户提供更美观的医药包装材料，促进后者产品的销售。

图 11：公司冷冲压成型复合硬片营业收入（万元）及增速



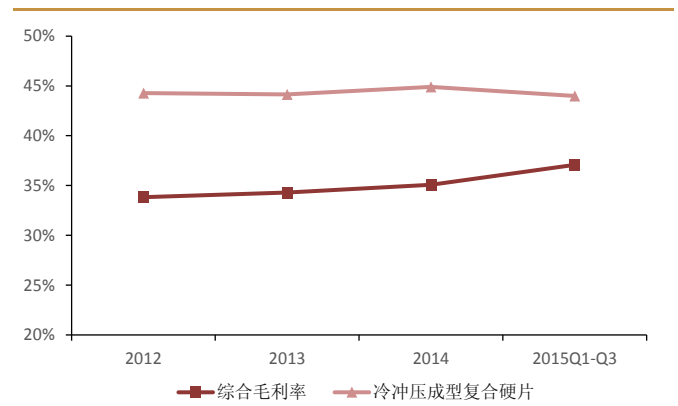
数据来源：公司公告，西南证券

图 10：公司冷冲压成型复合硬片产品及下游



数据来源：招股说明书，西南证券

图 12：公司冷冲压成型复合硬片毛利率较高



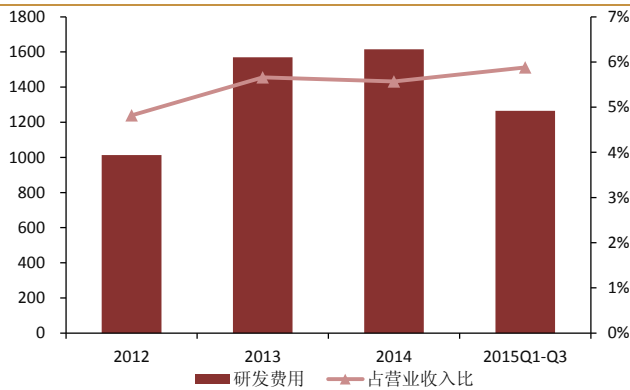
数据来源：公司公告，西南证券

冷冲压成型复合硬片作为近年来兴起的新型药用包装材料，主要定位于新型药用包装材料，下游制药企业客户采购后作为高阻隔性、高延展性及强耐候性的药品包装材料，用于价格相对较高的药品。因此，整体毛利率高于 SP 复合膜及 PTP 铝箔，且其占公司收入比重较大，显著提升公司盈利能力。

### 2.2.2 力争打造科技小巨人，研发实力强劲

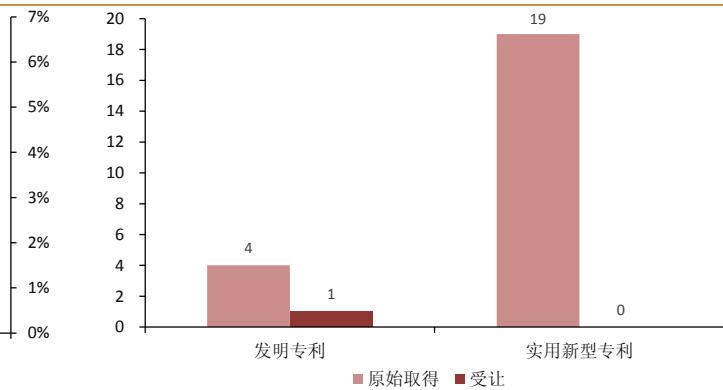
**注重产品研发，研究实力强劲。**公司十分注重产品研发，公司企业技术中心被松江区经信委评定为松江区级企业技术中心，苏州海顺的工程技术研究中心被苏州市科技局认定为“苏州市药用包装新材料工程技术研究中心”。公司及子公司拥有 24 项专利，其中发明专利 5 项，实用新型专利 19 项，2014 年上海市科学技术委员会、上海市经济和信息化委员会认定公司为“科技小巨人培育企业”。公司较强的技术开发能力是公司持续稳定发展的重要保障。

图 13: 公司持续投入较高研发费用（万元）



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 14: 公司共有 5 项发明专利和 19 项实用新型专利



数据来源: 公司公告, 西南证券

为加强自身的技术创新能力，公司每年投入较大比例的资金用于科研，安排预算的研发费用为年销售收入的 5% 左右，为持续的创新活动提供了坚实的财力和资金保障，有效解决了技术研发所需要的软硬件设施、科研工作环境等问题。

截至 2015 年 9 月，公司拥有研发技术人员 30 人，占公司员工总数的 11.90%，且近两年核心技术人员未发生重大变化。公司研发团队近年来加强对核心技术和产品的开发力度，形成了行业内新技术、新材料的技术整合创新能力。公司非常重视技术的研发，现设有技术部和工程技术中心，技术部研发人员均具有多年生产实践经验和产品研发实践，其中核心技术人员相关工作经验在 10 年以上，且直接由公司总经理负责技术研发的统筹管理，并由总经理兼任工程技术中心主任及技术中心常务副主任，分管技术的副总具体负责技术部和工程技术中心日常工作的开展。

### 3. 募投项目分析

本次募集资金扣除发行费用后投入年产新型药用包装材料 6000 吨项目以及补充流动资金。

**表 2: 募投项目列示**

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)	建设期
年产新型药用包装材料 6000 吨项目	20566.00	20566.00	1 年
补充流动资金	-	5910.99	-
合计	-	26476.99	-

数据来源: 招股说明书, 西南证券

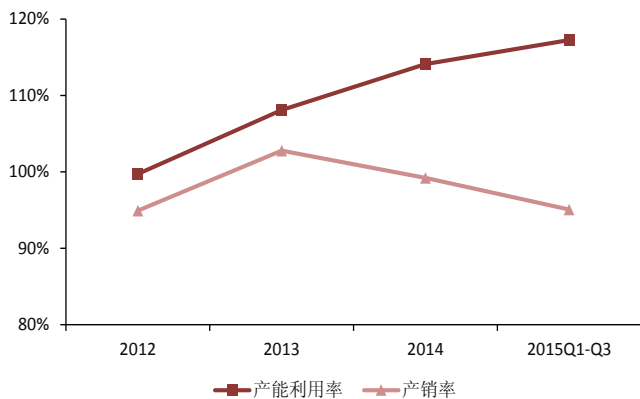
**表 3: 募投项目具体产品名称与新增产能投放预测**

序号	产品名称	设计产能 (吨)	投产后新增产能 (吨)		
			T1 年 (建设期)	T2 年	T3 年
1	冷冲压成型复合硬片	3500	-	2800	3500
2	高阻隔高密封药品包装复合膜	1500	-	1200	1500
3	可在线印刷铝箔	1000	-	800	1000

数据来源: 招股说明书, 西南证券

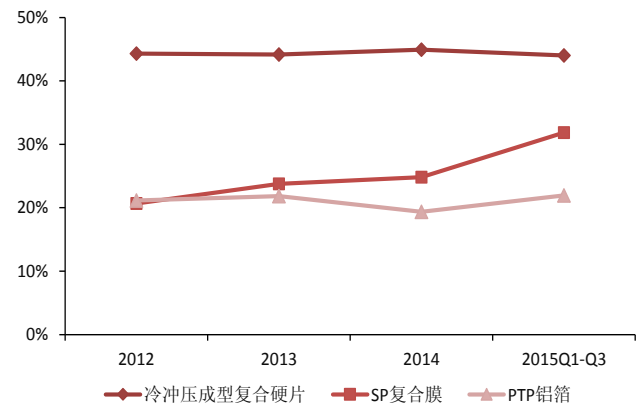
海顺新材在 2012 年、2013 年、2014 年以及 2015 年前三季度的产能分别为 5000 吨、6000 吨、6000 吨和 4500 吨, 产能利用率均超过 100%且逐年上升。公司在 2013 年采购了一批生产设备, 导致产能较上年度有所提升, 但到 2013-2014 年迅速消化, 可以看出下游需求持续旺盛。且公司募投产品都是毛利率较高的优势产品, 募投项目投产后, 不仅可以满足下游需求, 也将显著提升公司盈利能力。

**图 15: 公司产能利用率与产销率高企**



数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 16: 募投项目扩建优势产品, 提升盈利能力**



数据来源: 公司公告, 西南证券

**表 4: 募投项目达产后新增折旧额与可实现净利润预测**

项目	投产年 (万元)
机器设备年折旧额	800.7
房屋建筑年折旧额	178.9
年折旧额小计	<b>979.6</b>
年营业收入	33000
年可实现净利润	<b>6624.80</b>

数据来源: 招股说明书, 西南证券

海顺新材长期从事新型药用包装材料的研发、生产和销售, 拥有丰富的技术积累, 目前公司处于快速发展阶段, 下游医药行业对新型药用包装材料的需求旺盛。2014 年以及 2015 年 1-9 月公司产能利用率分别为 114.09% 和 117.24%, 处于饱和状态, 急需扩大规模满足下游需求。同时快速增长的业务规模也使公司资金需求加大, 有补充流动资金的诉求。本次募投项目能够有效地缓解公司目前产能和资金不足的情况, 且与公司现有生产经营规模、财务状况相适应, 为其未来发展提供保障。

## 4. 盈利预测与投资建议

公司在商业医药包装行业转型升级的趋势下, 随着下游对多功能新型包装材料的重视, 产品市场有望更上一层楼。而随着公司募投产能的投放, 将进一步促进优势产品放量输出, 显著提升公司盈利能力。

假设 1: 2015 年公司产能达到瓶颈, 产能利用率进一步提升, 产品销量受产能制约缓慢增长, 加之 15 年产品售价相对稳定, 预计 2015 年营业收入与 2014 年相当。

假设 2: 2016 年产能制约依旧存在, 但产品供不应求致使价格略微上升, 综合毛利率有所提升。

假设 3: 随着募投项目的建成投产, 2017 年业绩开始飞速发展。我们预计 2017 年募投产能投放约 4800 吨, 产能利用率达到 90%, 预计营业收入增长接近 80%。而产品毛利率也因募投项目投产显著提升。

假设 4: 三费率保持稳定。

**表 5: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
冷冲压成型复合硬片	收入	153.99	158.61	163.37	294.06
	增速	8.61%	3.00%	3.00%	80.00%
	毛利率	44.91%	44.00%	45.00%	44.00%
SP 复合膜	收入	76.17	70.08	71.48	72.91
	增速	-6.56%	-8.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	24.81%	31.50%	32.00%	32.00%
PTP 铝箔	收入	50.15	51.16	52.18	53.22
	增速	3.10%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	19.36%	22.00%	22.00%	22.00%

单位: 百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
高阻隔高密封药品包装复合膜、可在线印刷铝箔 (募投项目)	收入	-	-	-	100.00
	增速	-	-	-	-
	毛利率	-	-	-	45.00%
其他	收入	9.54	8.58	8.75	8.93
	增速	75.85%	-10.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	40.70%	38.50%	39.00%	39.00%
合计	收入	289.85	288.43	295.78	529.12
	增速	4.50%	-0.49%	2.55%	78.89%
	毛利率	35.07%	36.90%	37.62%	40.24%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预测与估值: 根据以上说明和假设, 我们预计公司 2015-2017 年的营业收入分别为 2.88 亿元、2.96 亿元和 5.29 亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为 5559 万元、5791 万元和 1.16 亿元。估算 2015 年、2016 年和 2017 年每股收益为 1.04 元、1.08 元和 2.18 元。

表 6: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价 (16.2.3)	EPS			PE		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
002014.SZ	永新股份	16.39	0.56	0.69	0.81	29.40	23.73	20.34
002263.SZ	大东南	5.60	0.00	0.11	0.23	2666.67	52.09	24.13
002243.SZ	通产丽星	13.70	0.02	0.10	0.15	895.42	138.95	90.91
平均值						1197.17	71.59	45.13

数据来源: Wind, 西南证券

在可比公司中, 永新股份既有医药包装业务, 也有食品与日化包装业务, 与海顺新材主营最为接近, 其估值可以作为主要参考。大东南、通产丽星等估值受其他因素影响不具有可比性。参照可比公司永新股份 2017 年的估值, 结合公司的成长性, 我们认为 2017 年公司的合理估值应该为 20~25 倍, 对应的股价为 43.6~54.5 元。

## 5. 风险提示

原材料价格波动的风险; 下游需求低迷的风险; 募投项目建设低于预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	289.85	288.43	295.78	529.12	净利润	54.29	55.67	58.41	117.02
营业成本	188.20	182.00	184.50	316.21	折旧与摊销	7.37	7.39	13.72	20.21
营业税金及附加	0.93	1.01	1.04	1.85	财务费用	0.01	0.03	0.03	0.05
销售费用	13.53	12.78	13.31	23.81	资产减值损失	0.26	0.20	0.50	0.70
管理费用	26.09	28.44	29.16	50.27	经营营运资本变动	-2.35	1.74	-2.35	-63.21
财务费用	0.01	0.03	0.03	0.05	其他	3.21	-0.53	-0.44	-0.67
资产减值损失	0.26	0.20	0.50	0.70	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>62.81</b>	<b>64.49</b>	<b>69.87</b>	<b>74.10</b>
投资收益	0.37	0.00	0.00	0.00	资本支出	5.70	-10.00	-190.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-6.74	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1.03</b>	<b>-10.00</b>	<b>-190.00</b>	<b>-20.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>61.19</b>	<b>63.97</b>	<b>67.24</b>	<b>136.23</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.71	2.50	2.00	3.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>63.90</b>	<b>66.47</b>	<b>69.24</b>	<b>139.23</b>	股权融资	0.00	0.00	294.63	0.00
所得税	9.61	10.80	10.83	22.20	支付股利	-18.00	-10.98	-13.13	-14.65
净利润	54.29	55.67	58.41	117.02	其他	0.00	-0.03	-0.03	-0.05
少数股东损益	0.07	0.08	0.50	0.60	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-18.00</b>	<b>-11.00</b>	<b>281.47</b>	<b>-14.70</b>
归属母公司股东净利润	54.22	55.59	57.91	116.42	<b>现金流量净额</b>	<b>43.76</b>	<b>43.49</b>	<b>161.34</b>	<b>39.40</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	71.44	114.93	276.27	315.67	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	98.08	97.11	100.22	178.70	销售收入增长率	4.50%	-0.49%	2.55%	78.89%
存货	25.55	25.01	25.30	43.73	营业利润增长率	15.44%	4.54%	5.12%	102.59%
其他流动资产	1.65	1.64	1.68	3.01	净利润增长率	22.06%	2.53%	4.93%	100.35%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.10%	4.09%	13.46%	93.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	73.96	76.95	253.60	253.76	毛利率	35.07%	36.90%	37.62%	40.24%
无形资产和开发支出	15.13	14.76	14.38	14.01	三费率	13.67%	14.30%	14.37%	14.01%
其他非流动资产	2.23	2.23	2.23	2.23	净利率	18.73%	19.30%	19.75%	22.12%
<b>资产总计</b>	<b>288.04</b>	<b>332.63</b>	<b>673.68</b>	<b>811.11</b>	ROE	23.39%	20.11%	9.47%	16.27%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.85%	16.74%	8.67%	14.43%
应付和预收款项	48.07	47.97	49.12	84.05	ROIC	27.47%	28.46%	20.38%	27.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.66%	24.75%	27.38%	29.58%
其他负债	7.83	7.83	7.83	7.95	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>55.90</b>	<b>55.80</b>	<b>56.94</b>	<b>92.00</b>	总资产周转率	1.06	0.93	0.59	0.71
股本	40.00	40.00	53.38	53.38	固定资产周转率	3.77	3.82	1.79	2.11
资本公积	67.67	67.67	348.92	348.92	应收账款周转率	3.53	3.51	3.56	4.50
留存收益	122.88	167.49	212.28	314.05	存货周转率	6.29	7.02	7.18	9.01
归属母公司股东权益	230.56	275.17	614.58	716.35	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	62.90%	—	—	—
少数股东权益	1.58	1.66	2.16	2.76	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>232.14</b>	<b>276.83</b>	<b>616.74</b>	<b>719.11</b>	资产负债率	19.41%	16.78%	8.45%	11.34%
负债和股东权益合计	288.04	332.63	673.68	811.11	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.08	4.96	8.19	6.42
					速动比率	3.55	4.44	7.67	5.90
					股利支付率	33.20%	19.74%	22.67%	12.58%
业绩和估值指标					<b>每股指标</b>				
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	68.58	71.38	80.99	156.49	每股收益	1.02	1.04	1.08	2.18
PE	21.68	21.15	20.30	10.10	每股净资产	5.80	6.92	15.42	17.98
PB	3.79	3.18	1.43	1.22	每股经营现金	1.57	1.61	1.75	1.85
PS	3.04	3.05	2.98	1.66	每股股利	0.45	0.27	0.33	0.37
EV/EBITDA	11.77	10.70	11.08	5.48					
股息率	2.04%	1.25%	1.49%	1.66%					

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