

收盘价：HK\$16.62

潜在上升空间：+44.6%

目标价：HK\$24.04

医药行业

上海医药 (2607.HK)

以 DTP 业务为契机，进军互联网医疗新产业

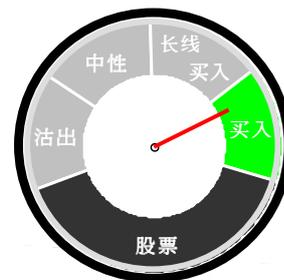
落后 同步 **领先**

首次覆盖

财务数据一览

年结 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (RMB m)	78,222.8	92,398.9	107,331.2	124,816.7	145,270.3
同比增长 (%)	14.9%	18.1%	16.2%	16.3%	16.4%
股东纯利 (RMB m)	2,213.6	2,591.1	2,894.2	3,216.6	3,576.1
每股盈利 (RMB)	0.82	0.96	1.08	1.20	1.33
每股盈利增长 (%)	7.8%	17.1%	11.7%	11.1%	11.2%
市盈率 (x)	16.15	13.80	12.35	11.11	10.00
市账率 (x)	1.45	1.38	1.29	1.19	1.09
股息率 (%)	2.0%	2.2%	2.5%	2.7%	3.1%

资料来源：公司、交银国际预测



● **医药行业标杆性企业，长期分享行业稳定增长。**（1）工业板块：优秀品种众多，聚焦核心产品销售。截至 2014 年，按照现有批文计算，公司共有 300 个品种入围《国家发改委定价范围内的低价药品清单》。其中，西药 210 个品种共 893 个品规，中成药 90 个品种共 205 个品规。公司目前重点聚焦心脑血管、抗感染、消化系统和免疫代谢、神经系统和抗肿瘤五大领域，共有 60 个核心产品，其中有 24 个产品销售过亿；（2）分销板块：作为行业龙头，长期分享行业稳定增长。按照 2013 年主营业务收入划分，上海医药为四大全国性医药流通企业之一，其分销业务全国排名第三，并且在全国范围内已经形成了区域性寡头垄断的竞争格局；（3）零售板块：以 DTP 业务为切入点，布局医药电商领域。在零售板块方面，公司通过华氏药店、上海雷允上、余天成、江西黄庆仁栈、信海科园大药房等诸多品牌将药品直销给客户。截至 2014 年，上海医药下属品牌连锁零售药房达 1895 家，其中直营店达 1193 家。

● **以 DTP 业务为契机，进军互联网医疗新产业。**我们认为上海医药以 DTP 业务为契机，开展 O2O 药品销售具有以下优势：（1）回避了医保支付问题；（2）符合国家指导规范、迎合了医院的需求；（3）用户粘性强：上海医药的 DTP 平台主要针对肿瘤、器官移植排异等疾病，该病患者往往需要长期持续用药；（4）毛利率较高：上述新特药的单价高、毛利率可观，可有效改善公司零售板块的毛利率；（5）医院集中度高。

● **携手京东共同探索医药电商领域机遇。**2015 年 5 月，上海医药宣布同北京京东世纪贸易有限公司签订战略合作框架协议，双方将共同开拓相关市场、实现资源互补。我们认为，与京东的合作可以视为上海医药布局互联网医疗的一个重要举措。公司将于 8 月 18 日前公布同京东在大健康云商中的具体持股比例。

● **有望受惠于国企改革。**作为上海市最重要的医药资产以及上海市国资委股权激励的重点企业之一，上海医药将随着未来更加市场化的激励机制受惠于国企改革。

● **首次覆盖并予以买入评级。**受 A 股市场情绪及希腊事件所影响，恒指于近两周内向下调整幅度较大，港股市场医药板块也因此受到拖累（当前上海医药的 H 股股价较 A 股股价有 36.8% 的折让）。我们认为公司在过去三年的历史平均市盈率（16.08 倍）可作为其在 2016 年的参考市盈率。鉴于此，我们认为公司的合理股价为 24.04 港币，较昨日收市价存在 44.6% 的上升空间。

- 医药行业标杆性企业，长期分享行业稳定增长
- 以 DTP 业务为契机，进军互联网医疗新产业
- 携手京东共同探索医药电商领域机遇
- 有望受惠于国企改革
- 首次覆盖并予以买入评级：目标价 24.04 港币，较昨日收市价存在 44.6% 的上升空间

股份资料

52 周高位 (HK\$)	29.45
52 周低位 (HK\$)	14.38
市值 (HK\$m)	56,418.26
发行股数 (百万)	2,688.91
日成交量 (百万)	4.70
1 个月内变化 (%)	-32.58
年初至今变化 (%)	-5.03
50 天平均价 (HK\$)	24.14
200 天平均价 (HK\$)	19.86
14 天强弱指数	27.0

资料来源：公司、Bloomberg

个股 1 年走势图



资料来源：公司、Bloomberg

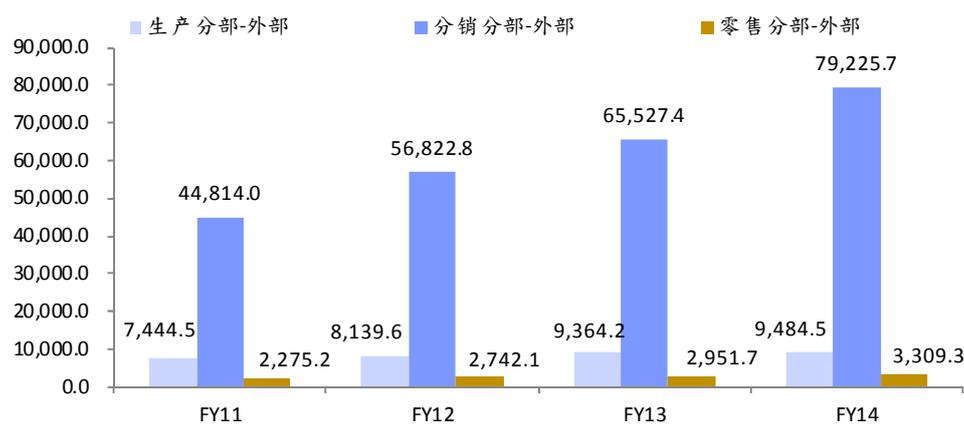
李博

David.li@bocomgroup.com
Tel: (852) 2977 9203

医药行业标杆性企业：长期分享行业稳定增长

上海医药的控股股东为上药集团，实际控制人为上海市国资委。作为老牌国有企业，其具体业务贯穿医药工业（包括化学原料药、化学制剂、中成药、生物制剂和医疗器械等）和医药商业（具体包括医药分销及医药零售）两大板块，搭建了工业商业联合的大型运营平台。下图为公司生产分部、分销分部及零售分部近年来的销售情况：

图表 1: 收入 (人民币 百万) : 按部门划分 (2011-2014)



资料来源：公司

- 工业板块：优秀品种众多，聚焦核心产品销售** 公司医药工业涵盖化学原料药、化学制剂、中成药、生物制剂和医疗器械等各个重要领域，拥有极其丰富的品种储备。截至 2014 年，按照现有批文计算，公司共有 300 个品种入围《国家发改委定价范围内的低价药品清单》；其中，西药 210 个品种共 893 个品规，中成药 90 个品种共 205 个品规。公司目前重点聚焦心脑血管、抗感染、消化系统和免疫代谢、神经系统和抗肿瘤五大领域，共有 60 个核心产品，其中有 24 个产品销售过亿。

图表 2: 2014 年公司收入过亿品种

排名	产品名称	治疗领域	2014 年销售收入 (人民币 百万)
1	参麦注射液	心血管系统	676.1
2	丹参酮 IIA	心血管系统	402.4
3	神像系列	保健品	386.6
4	羟氯喹	抗肿瘤和免疫调节	356.3
5	培菲康	消化道和新陈代谢	355.6
6	旭痹片	骨骼肌肉系统	281.5
7	二丁酰环磷腺苷钙	心血管系统	280.0
8	头孢替安	抗感染药	217.7
9	瓜蒌皮	心血管系统	188.1
10	糜蛋白酶	呼吸系统	172.4
11	沙利度胺	抗肿瘤和免疫调节	157.6
12	新癬片	骨骼肌肉系统	153.4
13	乳癖消	泌尿生殖系统和性激素	146.2
14	养心氏	心血管系统	139.8
15	胃复春片	消化道和新陈代谢	137.2
16	阿立哌唑	中枢神经系统	126.3
17	顺苯磺阿曲库铵	骨骼肌肉系统	124.4
18	瑞舒伐他丁	心血管系统	122.3
19	八宝丹	消化道和新陈代谢	121.9
20	注射用头孢曲松钠	抗感染药	119.7
21	红源达	血液和造血器官	113.1
22	银杏酮酯	心血管系统	107.3
23	青春宝牌抗衰老	保健品	107.3
24	清凉油	其它	101.6

资料来源：公司

- **分销板块: 作为行业龙头, 长期分享行业稳定增长** 作为医药产业链的重要纽带之一, 医药分销行业的发展稳健且可持续。按照 2013 年主营业务收入划分, 上海医药为四大全国性医药流通企业之一, 其分销业务全国排名第三。当前在全国范围内已经形成了区域性寡头垄断的竞争格局。

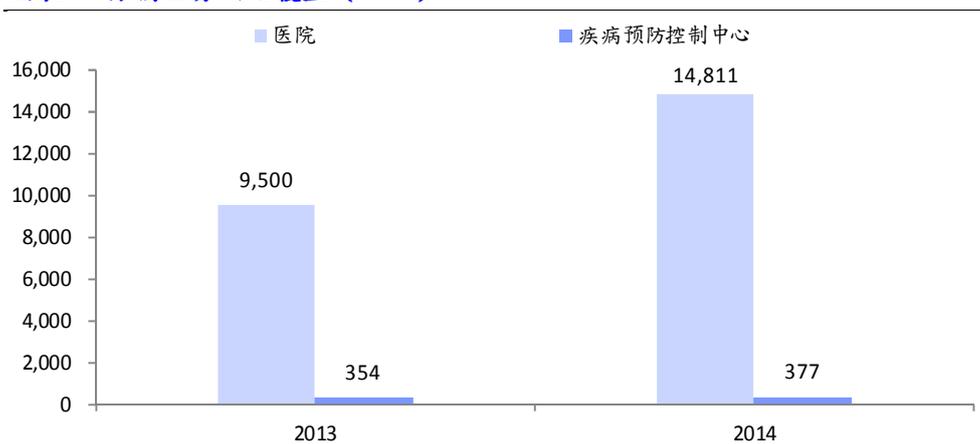
图表 3: 医药批发企业主营业务收入排名 (2013)

	公司	主营业务收入 (人民币 百万)
1	中国医药集团总公司	186,604.1
2	华润医药商业集团有限公司	73,544.0
3	上海医药集团有限公司	71,002.4
4	九州通医药集团有限公司	33,346.7
5	广州医药有限公司	24,645.5
6	重庆医药 (集团) 股份有限公司	20,951.1
7	南京医药股份有限公司	18,689.3
8	华东医药股份有限公司	16,681.8
9	四川科伦医药贸易有限公司	14,762.4
10	中国医药健康产业股份有限公司	12,537.1

资料来源: 2013 年药品流通行业运行统计分析报告

另外, 上海医药通过多年的布局, 已经形成了覆盖全国的分销业务网络, 在以华东、华北和华南为主力布局的基础上, 不断通过外延拓张的方式向西北、东北等空白市场拓展。截至 2014 年, 上海医药的分销业务共覆盖 15188 家医疗机构, 其中包括 14811 家医院, 377 家疾病预防控制中心。在医院当中, 覆盖 938 家三级医院, 占全国三级医院比例的 49.17%。

图表 4: 分销业务网络覆盖 (2014)



资料来源: 公司

在当前医药产业的格局下, 终端医院的强势地位依旧, 而作为主要承担物流配送功能的医药商业企业, 它们的行业地位较弱, 几乎没有议价能力。此外, 在医院的强势地位之下, 医药商业企业还会通过垫资销售的方式协助医院解决资金问题。在未来, 我们认为该子行业将保持稳定可持续的增长, 不太有可能产生爆发式机会。

- **零售板块：以 DTP 业务为契机，布局医药电商领域** 在零售板块方面，公司通过华氏药店、上海雷允上、余天成、江西黄庆仁栈、信海科园大药房等诸多品牌将药品直销给客户。其中，上海华氏大药房在 2013 年全国药品零售企业总销售额百强榜中排名第九。截至 2014 年，上海医药下属品牌连锁零售药房达 1895 家，其中直营店达 1193 家。

近年来，随着监管当局对零售药店的规范不断加强，如增加信息化仓储自动温测、冷链管理、设备验证等方面的要求，单体药店的优势逐渐降低。此外，由于单体药店的采购成本也高于大型连锁药店，所以单体药店被淘汰出市场的趋势愈发明显。我们认为，企业在供应链系统方面的完备程度决定了其在零售市场竞争力的的大小，所以那些能够贯穿上下游的企业将会拥有较强的竞争优势。在当前医改和处方药零售端化的政策因素驱动下，我们相信大型医药连锁零售商将从中获利。

在发展传统零售药店的同时，上海医药一直致力于 DTP 业务的发展。所谓 DTP 业务是指当病患者从医生处获取处方并交予医院托管药房后，该药房会将药品直接通过物流配送至病患者住处，并提供 24 小时服务热线。作为上药的 DTP 业务平台，上海医药协众药业在全国范围内拥有 26 家领先的 DTP 药房，覆盖北京、上海、江苏、浙江和山东等 22 个城市。在 2014 年，公司的 DTP 业务收入达 22.8 亿人民币，大约占当年全国 DTP 行业 28.5% 市场份额。

我们认为，在当前处方药零售端化还没有放开的形势下，DTP 业务可天然地接受互联网改造，是当前零售商探索出的最佳模式。

以 DTP 业务为契机，进军互联网医疗新产业

- 我们认为上海医药以 DTP 业务为契机，开展 O2O 药品销售具有以下优势：
 - * 回避了医保支付问题：上海医药 DTP 业务主要集中在以肿瘤、器官移植排异和抗病毒治疗等治疗领域为主的新特自费药市场，这便无形之中绕开了医保支付的问题。
 - * 符合国家指导规范、迎合了医院的需求：今年 5 月，国务院颁布了《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，其中指出到 2017 年，试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降至 30%。因此，在药占比下降的大趋势下，医院便有动机采取处方药（尤其以新特药为主）外流这一策略降低药品收入占比。另外值得注意的是，《指导意见》中还首次从国家政策层面明确支持处方药外流这一策略。
 - * 用户粘性强：上海医药的 DTP 平台主要针对肿瘤、器官移植排异等疾病，该疾病患者往往需要长期持续用药。因此在这一方面而言，DTP 业务为其日后的医药电商发展粘附了可观数量的客户群。
 - * 毛利较高：上述新特药的单价高、毛利可观，可有效改善公司零售板块的毛利率。
 - * 医院集中度强：在以肿瘤为主的重大疾病中，病患者都偏好去各省的大型高端医院去就诊。因此，把握住各地方各大高端医院便能把握住绝大多数市场需求。
- 我们认为，在当前处方药市场还未完全打开，处方药零售端化还处于萌芽阶段的阶段，上海医药透过其 DTP 业务打开互联网医药业务是当前零售商能探索出的最佳模式。

携手京东共同探索医药电商领域机遇

- 在2015年3月，上海医药宣布决定出资7000万人民币（股权占比70%）与季军共同投资设立上海医药大健康云商股份有限公司，新设立的公司将通过组建具备丰富互联网运营经验和药品供应链管理团队，打造线上三大平台（即电子处方平台、药品数据平台和病患数据平台）、线下三层网络（专业药房、医院合作和托管药房以及社会零售药房），不断探索和完善商业模式和解决方案。上述大健康云商股份有限公司将成为上海医药发展电子处方药的唯一平台。
- 紧接着在2015年5月，上海医药宣布同北京京东世纪贸易有限公司签订战略合作框架协议，双方将共同开拓相关市场、实现资源互补。以下为达成的主要协议：
 - * 上海医药与京东将在处方药电子商务领域建立全面的战略合作伙伴关系，共同打造处方药线上销售平台及线下配送网络。
 - * 上海医药与京东在非处方药、医疗服务等领域建立全面战略合作伙伴关系。
 - * 上海医药与京东将共同增资上药云健康，打造医药电子商务和移动医疗的生态系统。
 - * 上海医药将提供广泛的线下零售资源和药品品类，全面支持上药云健康业务发展，京东将全面协助上药云健康处方药电子商务的线上平台和线下网络的建设。
- 我们认为，与京东的合作可以视为上海医药布局互联网医疗的一个重要举措。二者将优势互补，共同搭建一个全面完整、贯穿产业链的医药配送服务体系。上海医药将于8月18日前公布同京东在大健康云商中的具体持股比例。

有望受益于国企改革

受到大型国有企业高级管理人员的任命、激励体系、经营决策周期等问题所限，部分投资者对上海医药这种大型国企的经营效率存有疑虑。但作为上海市最重要的医药资产以及上海市国资委股权激励的重点企业之一，上海医药将随着未来更加市场化的激励机制受惠于国企改革。

财务模型假设及估值：

● 核心假设：

- * 工业板块改革正常推进；
- * 受各省招标影响，分销板块的收入增速在 2015 年将略有下滑；
- * 零售板块增长稳定

图表 5: 核心假设-各子板块收入贡献及增长速度 (FY11-FY17E) (百万 人民币)

	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E	FY17E
生产分部-外部	8,139.6	9,364.2	9,484.5	10,116.4	10,800.5	11,533.6
- 增长速度	9.3%	15.0%	1.3%	6.7%	6.8%	6.8%
分销分部-外部	56,822.8	65,527.4	79,225.7	93,090.2	109,381.0	128,522.7
- 增长速度	26.8%	15.3%	20.9%	17.5%	17.5%	17.5%
零售分部-外部	2,742.1	2,951.7	3,309.3	3,739.5	4,244.3	4,817.3
- 增长速度	20.5%	7.6%	12.1%	13.0%	13.5%	13.5%
其它	373.6	379.5	379.3	385.0	390.8	396.7
- 增长速度	2.1%	1.6%	0.0%	1.5%	1.5%	1.5%
总收入	68,078.1	78,222.8	92,398.9	107,331.2	124,816.7	145,270.3
- 增长速度	24.0%	14.9%	18.1%	16.2%	16.3%	16.4%

资料来源：公司、交银国际预测

● 其它关键假设：

图表 6: 其他假设

	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E	FY17E
整体毛利率	13.4%	12.8%	12.1%	11.5%	11.0%	10.5%
分销成本/收入占比	5.8%	5.6%	5.2%	4.9%	4.6%	4.3%
行政费用增速	15.6%	13.9%	14.1%	13.5%	13.2%	13.2%

资料来源：公司、交银国际预测

受当前各省医药招标所影响，公司生产板块的毛利率极有可能会被进一步压缩；同时，随着医药分销业务收入占比的不断提高，我们判断公司在未来三年的整体毛利率会进一步下降。出于保守考虑，我们假设公司在 2015 年-2017 年的整体毛利率将会下降至 11.5%，11%及 10.5%。

● 可比公司：

在业务模式上，上海医药同国药控股（1099 HK）、九州通（600998 CH）、中国医药（600056 CH）、国药一致（000028 CH）以及金天医药（2211 HK）具有类似业务，皆为药品流通领域内的领先企业。较其它医药公司而言，上述 5 家公司可以较好地作为上海医药的可比公司（见图 7）。

其中，上述港股可比公司 2015 年的市盈率约为 13.8 倍，A 股可比公司 2015 年的市盈率约为 33.6 倍。

图表 7: 香港医药上市公司市值对比

公司名称	股票代码	市值 (HK\$m)	市盈率		市帐率	
			FY15E (x)	FY16E (x)	FY15E (x)	FY16E (x)
国药控股	1099 HK	82,736.10	18.29	14.93	2.11	1.87
金天医药	2211 HK	6,720.0	9.37	8.08	1.72	1.46
可比公司平均 (港股)		44,728.1	13.83	11.51	1.92	1.67
中国医药	600056 CH	15,025.7	24.11	23.44	2.78	2.64
国药一致	000028 CH	18,331.8	24.25	19.54	3.34	2.88
九州通	600998 CH	33,617.3	52.46	44.97	3.97	3.67
可比公司平均 (A股)		22,324.9	33.61	29.32	3.36	3.06
可比公司平均 (A股、港股)		31,286.2	25.70	22.19	2.78	2.50

资料来源：彭博，万得资讯

- 估值：受 A 股市场情绪及希腊事件所影响，恒指于近两周内向下调整幅度较大，港股医药板块也因此受到拖累（当前上海医药的 H 股股价较 A 股股价有 36.8% 的折让）。鉴于此，同参照当前可比公司估值水平来定价相比，我们更加倾向用公司过去三年历史平均市盈率予以估值。彭博数据显示，上海医药（2607 HK）于过去三年的历史平均市盈率为 16.08 倍，我们认为该市盈率可作为其在 2016 年的参考市盈率。鉴于此，我们认为公司的合理股价为 24.04 港币，较昨日收市价存在 44.6% 的上升空间。

公司背景

上海医药 (2607 HK) 为上海发展生物医药产业的龙头企业，主要从事医药研发与制造、分销与零售。公司拥有信谊、广东天普、第一生化等一批核心生产制造企业，生产涵盖化学制剂、生物制剂、中药和保健品、化学原料药等领域产品。公司亦为全国前三大医药流通企业之一。

上海医药 (2607.HK): 财务报表

损益表 (RMB m)

年结 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	78,222.8	92,398.9	107,331.2	124,816.7	145,270.3
销售成本	(68,185.8)	(81,223.4)	(94,993.6)	(111,086.8)	(130,016.9)
毛利	10,037.0	11,175.5	12,337.6	13,729.8	15,253.4
分销成本	(4,407.2)	(4,826.4)	(5,205.6)	(5,691.6)	(6,203.0)
行政费用	(2,880.6)	(3,285.8)	(3,729.4)	(4,221.7)	(4,779.0)
经营利润	2,749.1	3,063.3	3,402.6	3,816.5	4,271.4
出售附属公司及联营企业的收益	50.5	156.0	160.0	160.0	160.0
财务收益	242.1	207.0	207.2	231.9	244.4
财务费用	(459.8)	(603.2)	(643.5)	(714.8)	(800.3)
享有合营、联营企业的利润	399.4	413.0	452.1	496.4	546.8
其他收益	244.3	563.6	550.5	552.0	553.6
除税前溢利	3,225.6	3,799.7	4,128.9	4,542.1	4,975.8
所得税费用	(628.4)	(807.7)	(825.8)	(908.4)	(995.2)
年内溢利	2,597.3	2,992.0	3,303.1	3,633.7	3,980.6
- 归属股东	2,213.6	2,591.1	2,894.2	3,216.6	3,576.1

资产负债表 (RMB m)

截止 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
土地使用权	945.0	1,095.6	1,126.0	1,155.7	1,184.6
不动产、工厂及设备	5,016.5	5,197.8	5,550.7	5,866.4	6,179.8
无形资产	4,260.1	5,260.3	5,834.3	6,350.9	6,703.7
联营企业投资	2,355.8	2,370.9	2,394.6	2,418.5	2,442.7
可供出售金融资产	149.7	187.4	168.7	151.8	136.6
其它	1,069.3	1,570.2	1,878.9	2,296.7	2,694.1
非流动资产合计	13,796.5	15,682.2	16,953.1	18,240.0	19,341.5
存货	10,996.5	13,088.2	14,985.9	17,158.9	19,509.7
应收账款、其他应收款以及其他流动资产	18,539.6	23,950.9	29,100.3	35,356.9	42,781.8
受限制资金	333.1	417.6	501.2	601.4	721.7
现金及现金等价物	12,645.4	11,190.4	10,452.5	9,442.3	8,367.6
持有待售资产	-	10.7	11.3	11.8	12.4
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	0.3	0.5	0.6	0.7	0.9
流动资产合计	42,514.6	48,657.8	55,051.2	62,571.3	71,393.2
借款	125.2	105.4	109.6	114.0	118.6
递延所得税负债	288.8	380.2	399.2	419.1	440.1
辞退福利	39.1	70.5	74.0	71.0	74.6
其他非流动负债	1,158.6	682.8	614.5	737.4	663.7
非流动负债合计	1,611.6	1,238.9	1,197.3	1,341.6	1,296.9
应付账款、其他应付账款及其它流动负债	19,571.9	23,701.3	27,849.0	32,722.6	38,449.0
当期所得税负债	202.6	348.2	383.0	421.3	463.4
借款	5,924.4	7,953.1	8,953.1	9,953.1	11,153.1
流动负债合计	25,698.9	32,002.5	37,185.1	43,097.0	50,065.5
净资产	29,000.6	31,098.6	33,621.9	36,372.7	39,372.1

资料来源：公司、交银国际预测

现金流量表 (RMB m)

年结 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
除所得税前利润	3,225.6	3,799.7	4,128.9	4,542.1	4,975.8
享有联营企业利润的份额	(313.1)	(310.8)	(320.0)	(326.4)	(332.9)
处置附属公司和联营企业投资的损失/(利得)	(50.5)	(156.0)	(201.4)	(302.1)	(271.9)
财务费用-净额	171.6	377.9	436.3	482.9	555.9
营运资金变动	(2,195.2)	(2,338.8)	(3,089.2)	(3,576.9)	(4,293.5)
其它	582.5	457.4	1,270.6	1,480.1	1,844.7
经营活动现金流	1,421.0	1,829.4	2,225.1	2,299.6	2,478.1
已付利息	(410.1)	(552.5)	(643.5)	(714.8)	(800.3)
已付所得税	(696.3)	(698.6)	(798.4)	(879.3)	(964.1)
经营活动现金净额	314.7	578.3	783.3	705.5	713.7
购买不动产、工厂及设备和投资性房地产	(887.9)	(1,165.8)	(1,259.1)	(1,385.0)	(1,523.5)
处置不动产、工厂及设备和投资性房地产	35.8	152.0	221.8	228.8	177.9
处置附属公司及联营企业所得款	119.7	63.4	120.0	122.4	124.8
已收利息	248.7	204.9	207.2	231.9	244.4
已收股利	247.7	263.5	340.0	346.8	353.7
其它	(408.1)	(1,157.7)	(1,035.5)	(1,035.6)	(1,035.5)
投资活动所得现金净额	(644.1)	(1,639.7)	(1,405.6)	(1,490.7)	(1,658.2)
借款所得款	11,641.6	14,785.6	16,940.0	19,171.2	21,914.7
偿还借款	(10,550.2)	(13,978.8)	(15,935.8)	(18,166.8)	(20,710.2)
本集团支付股利	(873.9)	(1,023.7)	(1,119.8)	(1,229.5)	(1,334.8)
其它	(529.0)	(179.5)	-	-	-
融资活动所用现金净额	(311.5)	(396.4)	(115.6)	(225.2)	(130.2)
年内现金及其等价物增加净额	(640.9)	(1,457.7)	(737.9)	(1,010.3)	(1,074.7)
年初现金及现金等价物	13,300.9	12,645.4	11,190.4	10,452.5	9,442.3
汇率变动	(14.6)	2.8	-	-	-
年终现金及现金等价物	12,645.4	11,190.4	10,452.5	9,442.3	8,367.6

财务比率

年结 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率					
收入	14.9%	18.1%	16.2%	16.3%	16.4%
毛利	10.3%	11.3%	10.4%	11.3%	11.1%
股东纯利	7.8%	17.1%	11.7%	11.1%	11.2%
毛利率	12.8%	12.1%	11.5%	11.0%	10.5%
净利率	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%
流动比率	165.4%	152.0%	148.0%	145.2%	142.6%
资产回报率	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%
权益回报率	7.6%	8.3%	8.6%	8.8%	9.1%

交银国际

 香港中环德辅道中68号万宜大厦十一楼

总机: +852 3710 3328

传真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

评级定义

公司评级

买入: 预期股价于12个月内上升超过20%

长线买入: 预期股价于12个月以上时间上升超过20%

中性: 预期股价波幅在±20%之间

沽出: 预期股价于12个月内下跌超过20%

行业评级

领先: 预期行业指数于12个月内超过大市涨幅10%以上

同步: 预期行业指数与大市涨幅的差幅在±10%之间

落后: 预期行业指数于12个月内落后大市涨幅10%以上

研究团队

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

郑子丰 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

策略

洪灏 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

银行/网络新金融

杨青丽 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

万丽 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

非必需品消费

黄文熾 CPA (852) 2977 9391 phoebe.wong

朱晓滢 (852) 2977 9205 anita.chu

必需品消费

王惟颖 (852) 2977 9221 summer.wang

吴效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

环保服务

郑民康 (852) 2977 9387 wallace.cheng

医药生物

李博 (852) 2977 9203 David.Li

保险及证券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing

张雨琦 (852) 2977 9250 yufan.zhang

互联网

马原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

谷馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

宏观经济

李苗献 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

有色金属及矿业

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

油气/燃气

吴菲 (852) 2977 9392 fei.wu

刘旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地产

刘雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

谢骥聪 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse

过珊珊 (852) 2977 9211 luella.guo

新能源

孙胜权 (86) 21 6065 3606 louis.sun

电讯/中小盘

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

交通运输及工业

郑碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

周云飞 (852) 2977 9381 fay.zhou

汽车

姚炜 (86) 21 6065 3675 wei.yao

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及 ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、瀚华金控股份有限公司、中州证券股份有限公司、中国新城市商业发展有限公司、中国圣牧有机奶业有限公司、博大绿泽国际有限公司、中国国家文化产业集团有限公司、四川发展（控股）有限责任公司、奥星生命科技有限公司、北京汽车股份有限公司、中国惠农资本集团有限公司、德基科技控股有限公司、国联证券股份有限公司、广发控股（香港）有限公司、培力控股有限公司、齐合天地集团有限公司、绿地香港控股有限公司、中软国际有限公司、云游控股有限公司、联想控股股份有限公司及匹克体育用品有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司现持有三门峡天元铝业股份有限公司的股本证券逾1%。

交银国际控股有限公司现持有中软国际有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的全资附属公司。