

乌灵胶囊、百令片双轮驱动，公司未来业绩可期



核心观点

- **公司是专业的药用真菌领域企业。**佐力药业立足于药用真菌生物发酵技术，有效解决了乌灵参资源稀缺、生长依赖气候环境等问题，实现了乌灵参的产业化生产。其中，乌灵胶囊是公司的核心品种，也是国家中药一类新药。目前，公司乌灵胶囊的营业收入约占公司总营收的 55%。
- **我国心理障碍人群日益增加，乌灵胶囊未来潜力大。**近年来，随着社会竞争的不断加剧，我国患有心理疾病的人群日益增加。由于精神类化学药物普遍具有依赖性强、副作用大等缺点，因此，毒副作用小、疗效优异的中药能更好的满足市场的需求。乌灵胶囊是国内首个提出治疗轻中度心理障碍和改善情绪的中药产品，是国家中药一类新药。近年来，乌灵胶囊的临床地位不断提高，今年上半年，乌灵胶囊新增进入了心理应激导致稳定性冠心病患者心肌缺血的诊断与治疗专家共识、《中国卒中后抑郁障碍规范化诊疗指南》。我们预计未来，随着公司对乌灵胶囊进一步学术推广，乌灵胶囊有望保持较快增长。
- **百令胶囊处于放量期，有望成为公司另一明星品种。**目前，我国冬虫夏草处于供不应求的状态，并且百令片与乌灵胶囊均属于虫草类产品，在销售方面具有一定的协同性，公司将充分利用自身的营销资源，百令片有望短期内快速增长。

财务预测与投资

- 我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.16、0.19、0.23 元。根据可比公司，给予公司 2017 年 50 倍估值。对应目标价为 9.50 元，给予增持评级。

风险提示

- 如果安神补脑中药市场竞争加剧，乌灵胶囊的销售增长可能不达预期；
- 如果公司百令片在医院的推广不顺利，百令片的销售可能不达预期。

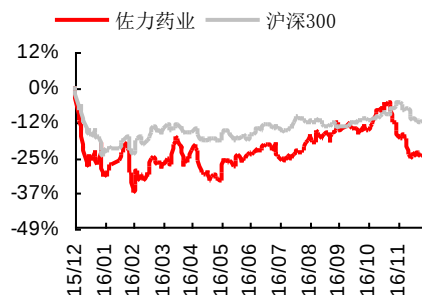
公司主要财务信息					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	515	671	900	1,054	1,231
同比增长	22.8%	30.3%	34.1%	17.2%	16.8%
营业利润（百万元）	99	80	87	110	137
同比增长	43.2%	-19.5%	8.9%	26.2%	24.4%
归属母公司净利润（百万元）	103	85	96	116	140
同比增长	27.4%	-17.8%	13.1%	21.0%	20.8%
每股收益（元）	0.17	0.14	0.16	0.19	0.23
毛利率	82.5%	68.6%	63.8%	65.4%	66.3%
净利率	20.0%	12.6%	10.7%	11.0%	11.4%
净资产收益率	13.1%	8.1%	7.3%	8.4%	9.6%
市盈率（倍）	54	66	58	48	40
市净率（倍）	7.0	4.3	4.2	4.0	3.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入	增持	中性	减持	(下调)
股价（2016 年 12 月 28 日）	9.09 元			
目标价格	9.50 元			
52 周最高价/最低价	12.17/7.67 元			
总股本/流通 A 股（万股）	60,862/40,024			
A 股市值（百万元）	5,532			
国家/地区	中国			
行业	医药生物			
报告发布日期	2016 年 12 月 29 日			

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-1.9	-13.9	-13.7	-23.6
相对表现 (%)	-0.8	-7.3	-15.9	-12.2
沪深 300 (%)	-1.1	-6.6	2.2	-11.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	季序我
	010-66210109
	jixuwo@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860516010001
联系人	刘恩阳
	010-66218100*828
	liuenyang@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

一、专注于药用真菌领域，近年来公司业绩稳定增长

佐力药业立足于药用真菌生物发酵技术，有效解决了乌灵参资源稀缺、生长依赖气候环境等问题，实现了乌灵参的产业化生产。公司乌灵系列产品主要有乌灵胶囊、灵莲花颗粒、灵泽片。其中，乌灵胶囊是公司的核心品种，也是国家中药一类新药。根据 IMS 数据显示，2015 年，乌灵胶囊在终端医院的销售额已经达到 2.85 亿元。目前，公司乌灵胶囊的营业收入约占公司总营收的 55%。

公司除了不断扩大乌灵系列产品的市场规模之外，还在积极的进行外延式并购发展，在其他中药领域逐渐布局。2014 年 7 月，公司收购了珠峰药业 49% 的股权；2014 年 9 月，公司收购了凯欣医药；2015 年，公司收购了浙江百草中药饮片公司 51% 的股权。

珠峰药业为医药生产企业，主要产品为百令片；浙江百草为中药饮片企业，收购完成后，公司实现从乌灵系列产品向虫草系列产品和中药饮片领域的拓展。凯欣医药为医药流通企业，公司纳入流通业务可以与现有中药业务形成良好的协同和互补。

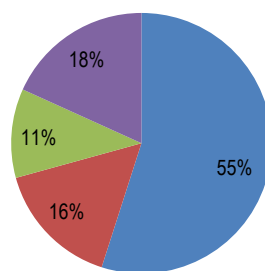
表 1：公司的主要产品及相应功能

	名称	治疗范围
1	乌灵胶囊	属于神经用药，主要用于心肾不交导致的失眠、健忘、心悸心烦、神经衰弱等，具有安神补脑的作用
2	灵莲花颗粒	主要治疗围绝经期综合征出现的失眠、心烦、心悸、多梦易惊等症状
3	灵泽片	用于良性前列腺增生出现的尿频、排尿困难、腰膝酸软等症状
4	百令片	补肺肾，益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛等症状，也用于慢性支气管炎的辅助治疗
5	中药饮片	经加工炮制后的中药，可直接用于中医临床

数据来源：公司公告 东方证券研究所

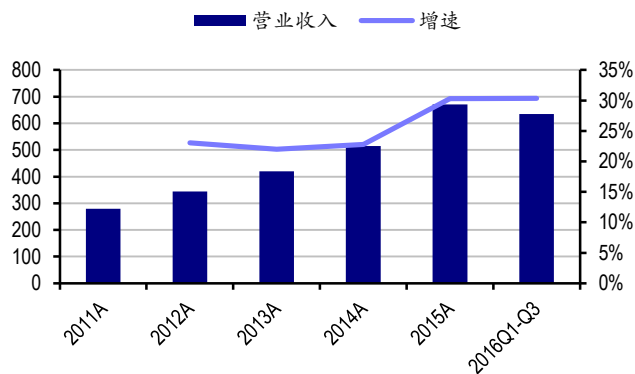
图 1：公司营业收入构成情况

■ 乌灵胶囊 ■ 百令片系列 ■ 中药饮片系列 ■ 其他

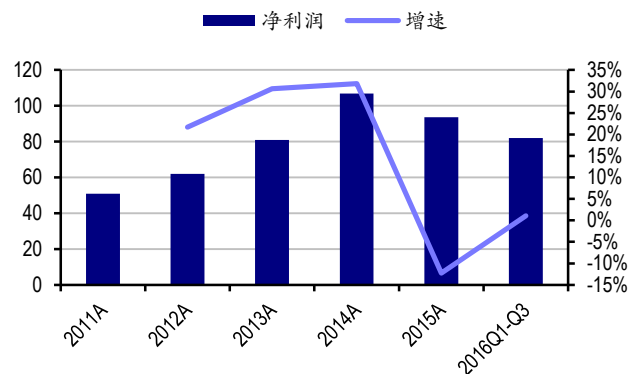


数据来源：公司公告 东方证券研究所

2015 年，公司净利润下滑，主要因为一方面公司研发开支增加，管理费用有所增加。另一方面公司 2015 年进行了营销改革，销售人员更替增加，职工薪酬变化较大，使公司 2015 年的产品销售受到一定的影响。但随着公司转型的完成，公司的业绩正在逐步恢复正常。2016 年第三季度公司营业收入 6.35 亿元，同比增长 30.37%，归属上市公司股东的净利润为 7421 万元，同比增长 1.04%，对应 EPS 为 0.12 元。

图 2：2011-2016 年公司营业收入及增速情况


数据来源：wind 东方证券研究所

图 3：2011-2016 年公司净利润及增速情况


数据来源：wind 东方证券研究所

二、我国心理障碍人群日益增加，乌灵胶囊未来潜力大

2.1 我国心理障碍人群日益增加，且逐渐受到人们的重视

近年来，随着社会竞争的不断加剧，升学、就业等生活压力不断增大，我国患有心理疾病的人群日益增加。根据世界卫生组织的官方数据显示，我国患有轻中度心理障碍的人数约为 2-3 亿人。其中，抑郁、焦虑、失眠是我国心理障碍人群中最常见的疾病。

我国具有失眠症状的人群情况：根据我国睡眠协会公布的数字显示，我国成人失眠发生率为 38.2%，与发达国家相比高出近 10 个百分点，这意味着我国每 3 个人里面即有一个人患有睡眠障碍。随着城市居民工作压力的增大，我国失眠发生率正在逐渐提高。在所有失眠人群中，接受药物治疗的比例不足 10%。

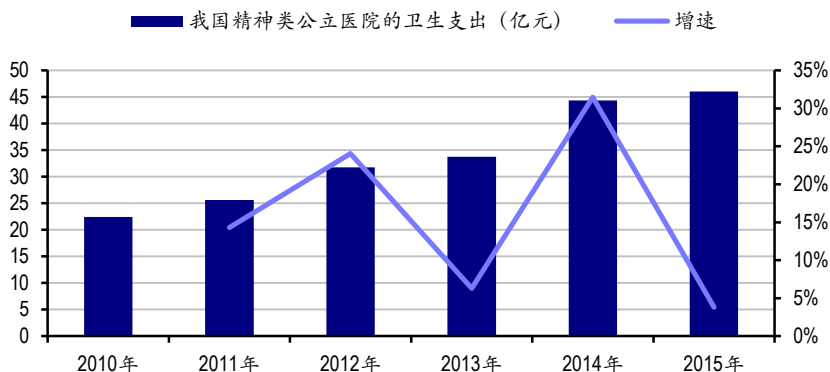
我国患有焦虑、抑郁等疾病的人群情况：根据我国部分地区精神疾病流行病学调查结果估算：我国 15 岁以上人口中，患有各类精神疾病患者人数超过 1 亿人。其中，除了 1600 万人是重性精神障碍患者，其余大多数是抑郁症、焦虑症等精神障碍或心理行为障碍患者。

然而，在早些年，我国患有失眠、轻度焦虑、抑郁等疾病的居民并未接受应有的治疗，我们分析，主要有以下原因。

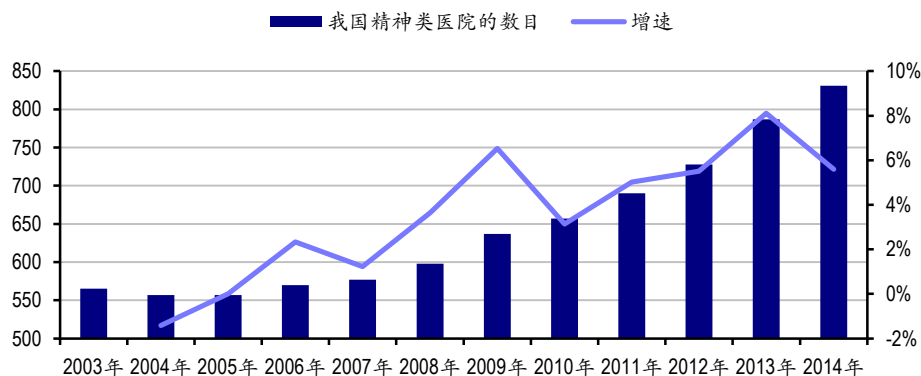
- ◆ 居民的认知程度不足，不了解什么是焦虑、抑郁等精神疾病，并对精神疾病的严重性认识不充分。
- ◆ 焦虑、失眠等精神疾病不像疼痛、发热等有明显的症状，很少有人认为自己患有精神疾病并主动就医
- ◆ 由于疾病的特殊性，患者不愿公开自己患有精神疾病。所以很多患有抑郁、焦虑的患者并不愿意接受治疗。
- ◆ 医生对精神疾病患者的治疗方法有限，没有明确的用药指导说明。

最终，由于得不到有效的治疗，导致很多轻度的失眠患者逐渐发展为重度失眠，轻度焦虑患者发展为重度焦虑、抑郁患者。保守估计，我国患有失眠、焦虑、抑郁并应道接受药物治疗的人群约有 2-3 千万人（占 10%）。如果按照每人日费用 5 元/日计算，市场规模约为 365-547 亿元。

近年来，随着我国经济水平以及居民就医意识的提高，人们对失眠、焦虑、抑郁等精神类疾病越来越重视。我国精神类公立医院的卫生支出从 2010 年的 22.4 亿元增长到 2015 年的 46.07 亿元，年复合增长率为 15.51%。除此之外，我国精神类卫生医院的数目从 2005 年开始逐渐增加，从 2005 年的 557 所增加到 2014 年的 831 所，这均说明，人们对精神类疾病的重视程度正在逐渐增强。

图 4：2010-2015 年我国精神类公立医院的卫生支出情况


数据来源：wind 东方证券研究所

图 5：2003-2014 我国精神类医院的数目及增速情况


数据来源：wind 东方证券研究所

2.2 乌灵胶囊治疗失眠抑郁等心理问题具有较大优势

乌灵胶囊是从真菌乌灵参中分离获得的菌种。乌灵参在我国比较稀缺，对生长环境要求较高。天然的乌灵参只在我国四川、云南、台湾等地生长。佐力药业运用现代生物工程技术，发酵获得乌灵参菌丝营成分，将乌灵菌产业化生产。

由于精神类化学药物普遍具有依赖性强、副作用大等缺点，因此，毒副作用小、疗效优异的中药能更好的满足市场的需求。

乌灵胶囊是国内首个提出治疗轻中度心理障碍和改善情绪的中药产品，是国家中药一类新药，国家二级中药保护品种（保护期至 2020 年）。目前临床上广泛用于焦虑、抑郁、失眠等症状。公司通过对乌灵菌粉的作用机理研究，发现其能改善脑组织对兴奋神经递质谷氨酸（Glu）和抑制性神经递质 γ -氨基丁酸（GABA）的通透性，增强谷氨酸脱氢酶（GAD）的活性，使脑内抑制性神经

递质 GABA 含量增加，从而发挥镇静安眠作用。

乌灵胶囊的临床地位较高。一方面，乌灵胶囊纳入较多的临床指南和专家共识。在今年上半年，公司进一步加强市场推广，乌灵胶囊新增进入了心理应激导致稳定性冠心病患者心肌缺血的诊断与治疗专家共识、《中国卒中后抑郁障碍规范化诊疗指南》；另一方面，乌灵胶囊在治理失眠、抑郁方面有较强的学术支持，相关研究较多。

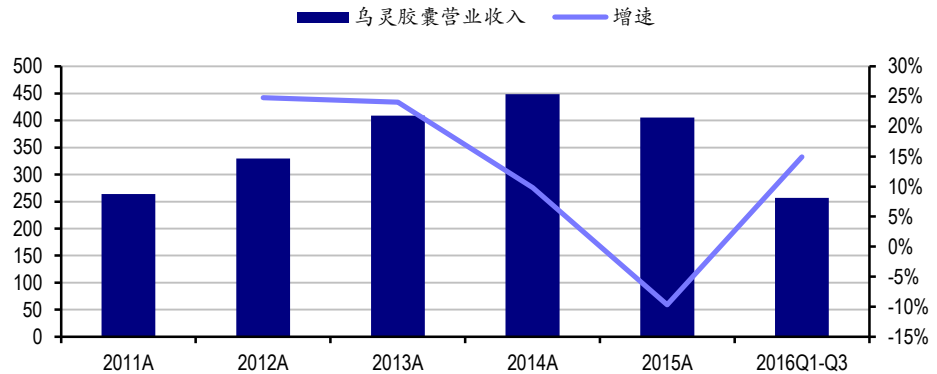
表 2：乌灵胶囊相关学术支持

临床应用	文献
失眠	《乌灵胶囊和艾司唑仑治疗失眠症对照研究》 《乌灵胶囊治疗慢性失眠症 25 例》 《乌灵胶囊治疗失眠症 60 例临床观察》
焦虑、抑郁	《乌灵胶囊联合西酞普兰治疗老年期抑郁障碍的临床研究》 《乌灵胶囊联合氟西汀治疗产后抑郁症临床研究》
头痛伴发焦虑、抑郁	《乌灵胶囊联合阿司匹林治疗慢性紧张性头痛 30 例的疗效对比》 《乌灵胶囊加尼莫地平治疗偏头痛的临床研究》
帕金森伴发焦虑、抑郁	《左旋多巴与乌灵胶囊治疗帕金森病伴发抑郁的临床研究》
糖尿病	《乌灵胶囊对 II 型糖尿病 B 细胞功能的影响》 《乌灵胶囊对 II 型糖尿病伴失眠症患者 PSQI 量表及血糖的影响》

数据来源：万方 东方证券研究所

在良好的治疗效果和品牌影响力下，乌灵胶囊近年来销售额稳定增长。从 2011 年的 2.64 亿元增长到 2015 年的 4.05 亿元。根据 2015 年米内网数据，乌灵胶囊在中国城市公立医院安神补脑中成药用药的市场份额中，排名第一。

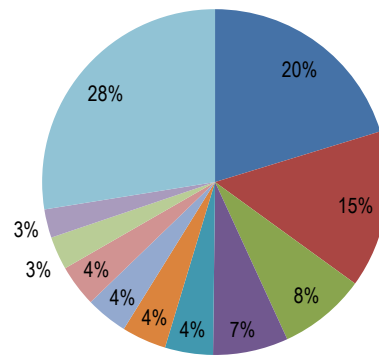
2015 年，由于公司营销改制的原因，乌灵胶囊的增速有所下滑，但从 2016 年前三季度的营收情况看，公司最差的阶段已经过去，乌灵胶囊的营收增速已经恢复了正常水平。乌灵胶囊市场空间大，我们预计未来随着公司学术推广的加强，乌灵胶囊的营收将进一步提高。

图 6：2011-2016 年乌灵胶囊的营业收入及增速


数据来源：wind 东方证券研究所

图 7：2015 年中国城市公立医院中成药（安神补脑药）前 10 产品市场竞争格局

■ 乌灵胶囊 ■ 百乐眠 ■ 清脑复神 ■ 珍宝 ■ 舒眠 ■ 甜梦
 ■ 九味镇心 ■ 精乌 ■ 心神宁 ■ 安神补脑液 ■ 其他合计



数据来源：米内网 东方证券研究所

三、百令片正在放量期，有望成为公司另一潜力大品种

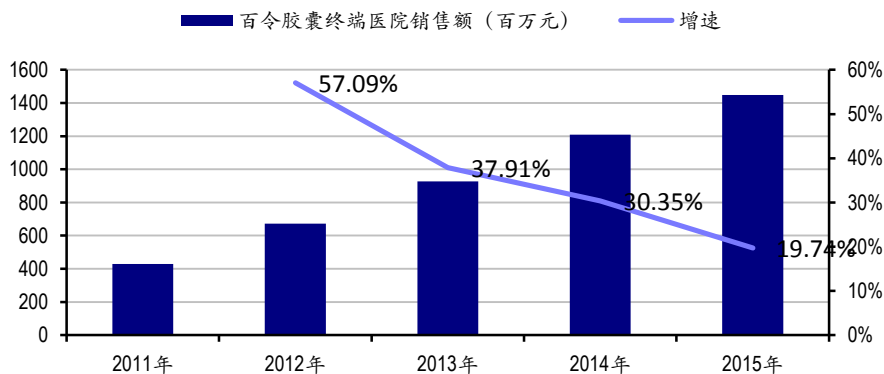
2014 年 7 月，公司以 1.5 亿元收购青海珠峰制剂 49% 的股权，进一步扩大公司的产品线。青海珠峰制剂的主要产品为百令片，早在 2008 年，珠峰虫草药业即获得百令片的制剂批文，2014 年，珠峰虫草药业将百令片的生产线注入青海珠峰制剂公司。此次收购，一方面使公司引进了又一重磅品种，增厚了公司的业绩，更重要的是，百令片为药用真菌冬虫夏草发酵菌粉制剂，与公司发展战略高度吻合，具备很高的协同效应，这使公司的产品结构进一步优化。

3.1 目前冬虫夏草处于供不应求的状态，市场空间大

冬虫夏草又称虫草，富含蛋白质、虫草酸、虫草素、多种维生素及多种人体必需的微量元素。冬虫夏草具有调节机体免疫力、增强身体素质、抗肾损伤等作用，同时，还能够减轻肿瘤发作时的疼痛和化疗的不良反应。由于冬虫夏草有着严格的寄生性，且对生长环境要求极为苛刻，野生的冬虫夏草资源极为稀缺。目前市场上冬虫夏草产品（包括华东医药百令胶囊在内）主要通过菌丝体发酵培养所得。

由于良好的临床效果及丰富的药理作用，冬虫夏草目前基本处于供不应求的状态。我们以华东医药的百令胶囊为例。根据 IMS 终端样本医院数据，百令胶囊 2015 年销售额为 14.48 亿元，同比增速为 19.74%（2015 年增速放缓的原因产能不足）。华东医药百令胶囊的销售额已经超过 14 亿元，仍然能保持约 20% 左右的增速，充分说明了市场对冬虫夏草类产品需求广泛，我们预计未来百令市场仍会以较快的速度增长。

图 8：2011-2015 年华东医药百令胶囊的销售情况



数据来源：IMS 东方证券研究所

3.2 公司百令片基数尚小，我们预计未来 3 年百令片将保持高速增长

目前公司百令片的体量较小，未来发展空间大。2015 年，公司百令片营业收入 1.08 亿元，约占公司总营收的 16%。百令片与乌灵胶囊均属于虫草类产品，在销售方面具有一定的协同性，公司将充分利用自身的营销资源，百令片有望短期内快速增长。

从百令片近年来招标的情况看，百令片进入的省份并不算多。近期，公司进一步扩大了百令片中标的省份，2016 年百令片在河北、江西、天津、广西省份新中标。随着百令片中标省份的进一步增

表 3：近年来百令片的招标情况（单位：元/粒）

省份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
浙江						0.95	
安徽			0.95				
湖北				0.99		0.97	
吉林					0.95		
山西		0.97					
江西							0.17
浙江							
北京	0.95						
河北							0.88
上海					0.95	0.95	0.85
湖北					0.97		
四川						0.86	
海南				0.95	0.95		
广东			0.78				
天津							0.88
湖南					0.99		
山东		0.97					
青海			1.2				
广西							0.99
全军				0.95			

数据来源：米内网 东方证券研究所

四、参股科济生物，布局精准医疗

2016 年 1 月 25 日，佐力创新医疗、KTB、凯泰成长、上海嘉稔与科济生物签订了《科济生物医药有限公司增资协议》。其中个，佐力创新医疗向科济生物增资 8910 万元，本次增资后，佐力创新医疗持有科济生物 7.85% 的股权。

科济生物专注于细胞免疫治疗，主要利用嵌合抗原受体等对自体 T 淋巴细胞进行修饰和改造，以使自身 T 淋巴细胞具有很好的识别和清除肿瘤的能力。目前，科济生物已经于 2015 年在上海交通大学医学院附属仁济医院开展了全球首个肝细胞癌的 CAR-T 细胞临床实验，以及首个针对过量表达 EGFR 的胶质细胞瘤临床实验。

我们认为参股科济生物符合公司发展大健康产业的布局，未来值得期待。

五、盈利预测

关键假设

- ◆ 乌灵胶囊是公司的核心产品，营业收入约占公司总营收的 55%。2015 年由于公司营销改制的原因，乌灵胶囊的增速有所下滑，但从 2016H1 上半年乌灵胶囊的销售情况看，乌灵胶囊的营收 2.57 亿元，同比增长 14.91%，增速已经恢复正常。目前，公司乌灵胶囊 54 粒新规格产品已经上市，并在北京、上海等主要市场中标，随着乌灵胶囊临床地位的提高（纳入各种指南），我们预计未来乌灵胶囊 2016-2018 年将保持较快增长，预计销量增速为 15%、25%、20%，营收增速为 16.77%、24.26%、19.86%。
- ◆ 百令片为公司的潜力品种，目前百令类产品在市场上处于供不应求的状态，行业的平均增速为 30%左右，由于公司百令片的体量较小，我们预计 2016-2018 年公司百令片将保持较高的增速，为 40%、40%、30%。
- ◆ 公司 2016-2017 年的综合毛利率为 63.80%、66.35%、67.72%。

◆ 收入分类预测表

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
乌灵胶囊					
销售收入（百万元）	448.9	405.5	473.5	541.3	621.8
增长率	9.8%	-9.7%	16.8%	14.3%	14.9%
毛利率	88.5%	88.2%	88.4%	88.4%	88.3%
百令片系列					
销售收入（百万元）	31.6	108.8	152.3	213.2	277.2
增长率		244.5%	40.0%	40.0%	30.0%
毛利率	77.0%	77.9%	77.9%	77.9%	77.9%
中药饮片					
销售收入（百万元）	0.0	41.1	103.4	129.2	161.5
增长率			151.8%	25.0%	25.0%
毛利率		23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
其他业务					
销售收入（百万元）	34.2	115.4	170.5	170.5	170.5
增长率	234.0%	237.5%	47.7%	0.0%	0.0%
毛利率	9.9%	7.1%	7.1%	8.0%	7.4%
内部抵消					
销售收入（百万元）	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2
增长率	-34.2%	-48.0%	94.9%	-16.7%	-6.1%
毛利率	-100.0%	38.5%	68.4%	62.1%	59.6%
合计	514.9	670.9	899.9	1,054.5	1,231.2
增长率	22.8%	30.3%	34.1%	17.2%	16.8%
综合毛利率	82.5%	68.6%	63.8%	65.4%	66.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

估值讨论

我们看好公司未来的发展潜力，公司乌灵胶囊、百令片潜力较大，并有望发挥巨大的协同效应，我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.16、0.19、0.23 元。根据可比公司，给予公司 2017 年 50 倍估值。对应目标价为 9.50 元，给予增持评级。

图 9：可比公司估值情况（截止到 2016.12.27）

公司	代码	最新价格(元) 2016/12/27	每股收益 (元)				市盈率			
			2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
奇正藏药	002287	46.40	0.65	0.78	0.90	1.02	71.11	59.69	51.68	45.29
康弘药业	002773	55.73	0.58	0.80	1.04	1.30	95.49	70.04	53.65	42.95
太龙药业	600222	8.38	0.01	0.02	0.15	0.19	863.92	427.55	55.87	44.11
贵州百灵	002424	19.09	0.29	0.35	0.42	0.42	65.49	54.54	45.45	45.45
华东医药	000963	71.67	2.26	2.89	3.58	4.40	31.76	24.78	20.02	16.29
	最大值						863.92	427.55	55.87	45.45
	最小值						31.76	24.78	20.02	16.29
	平均数						225.55	127.32	45.33	38.82
	调整后平均						77.36	61.42	50.26	44.11

数据来源：wind 东方证券研究所

六、风险提示

- 1、如果安神补脑中药市场竞争加剧，乌灵胶囊的销售增长可能不达预期；虽然公司的乌灵胶囊在安神补脑中成药市场份额最大，但随着市场竞争的加剧，乌灵胶囊的销售情况可能不达预期。
- 2、如果公司百令片在医院和药店的推广不顺利，百令片的销售可能不达预期。目前百令片的主要竞争者为华东医药的百令胶囊，百令胶囊 2015 年的销售额已超过 14 亿元，竞争力较强，如果公司百令片在医院和药店的推广不达预期，公司百令片的销售情况可能低于预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	249	450	602	706	824	营业收入	515	671	900	1,054	1,231
应收账款	111	184	246	289	337	营业成本	90	210	326	365	415
预付账款	10	5	10	14	13	营业税金及附加	7	7	9	11	12
存货	73	199	307	345	391	营业费用	254	286	362	424	495
其他	104	265	279	288	300	管理费用	60	79	97	113	132
流动资产合计	548	1,102	1,446	1,642	1,866	财务费用	4	7	20	32	41
长期股权投资	0	4	4	4	4	资产减值损失	2	2	1	0	0
固定资产	431	483	515	512	509	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	34	4	26	72	118	投资净收益	0	1	1	1	1
无形资产	42	46	47	43	40	其他	0	0	0	0	0
其他	126	212	204	201	200	营业利润	99	80	87	110	137
非流动资产合计	634	748	795	833	870	营业外收入	22	28	28	28	28
资产总计	1,182	1,851	2,241	2,475	2,736	营业外支出	0	2	1	1	1
短期借款	106	184	468	618	779	利润总额	120	105	113	136	163
应付账款	52	52	80	90	102	所得税	14	12	12	15	18
其他	84	85	105	103	101	净利润	107	94	101	121	145
流动负债合计	242	322	654	811	982	少数股东损益	4	9	5	5	4
长期借款	42	68	68	68	68	归属于母公司净利润	103	85	96	116	140
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.17	0.14	0.16	0.19	0.23
其他	26	25	25	25	25	主要财务比率					
非流动负债合计	68	93	93	93	93		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	310	415	747	905	1,075	成长能力					
少数股东权益	68	144	149	154	158	营业收入	22.8%	30.3%	34.1%	17.2%	16.8%
股本	317	609	609	609	609	营业利润	43.2%	-19.5%	8.9%	26.2%	24.4%
资本公积	237	411	411	411	411	归属于母公司净利润	27.4%	-17.8%	13.1%	21.0%	20.8%
留存收益	250	272	325	396	482	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	82.5%	68.6%	63.8%	65.4%	66.3%
股东权益合计	872	1,436	1,494	1,570	1,660	净利率	20.0%	12.6%	10.7%	11.0%	11.4%
负债和股东权益	1,182	1,851	2,241	2,475	2,736	ROE	13.1%	8.1%	7.3%	8.4%	9.6%
现金流量表						ROIC	9.7%	5.7%	5.1%	5.9%	6.6%
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	107	94	101	121	145	资产负债率	26.2%	22.4%	33.3%	36.6%	39.3%
折旧摊销	27	48	30	32	33	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%
财务费用	4	7	20	32	41	流动比率	2.26	3.43	2.21	2.02	1.90
投资损失	0	(1)	(1)	(1)	(1)	速动比率	1.96	2.81	1.74	1.60	1.50
营运资金变动	(66)	(355)	(143)	(86)	(96)	营运能力					
其它	(58)	304	6	0	0	应收账款周转率	6.7	4.5	4.2	3.9	3.9
经营活动现金流	14	97	13	99	122	存货周转率	1.6	1.5	1.3	1.1	1.1
资本支出	(124)	(70)	(83)	(70)	(70)	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
长期投资	0	(24)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	12	(237)	1	1	0	每股收益	0.17	0.14	0.16	0.19	0.23
投资活动现金流	(111)	(331)	(82)	(69)	(69)	每股经营现金流	0.02	0.16	0.02	0.16	0.20
债权融资	22	28	0	0	0	每股净资产	1.32	2.12	2.21	2.33	2.47
股权融资	0	467	0	0	0	估值比率					
其他	(36)	(57)	221	73	65	市盈率	54.3	66.1	58.4	48.3	39.9
筹资活动现金流	(14)	438	221	73	65	市净率	7.0	4.3	4.2	4.0	3.7
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	43.8	42.0	41.6	32.6	27.0
现金净增加额	(112)	204	152	103	118	EV/EBIT	55.2	65.1	53.1	40.0	32.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

