

医药生物

2017 年 03 月 29 日

白云山 (600332)

——营收增长 4.76%，医药商业板块发展提速

报告原因：强调原有的投资评级

增持（维持）

市场数据：2017 年 03 月 28 日

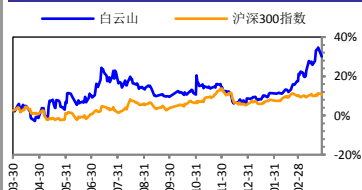
收盘价（元）	28.7
一年内最高/最低（元）	30.19/21.5
市净率	2.7
息率（分红/股价）	1.05
流通 A 股市值（百万元）	30743
上证指数/深证成指	3252.95 / 10563.29

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	10.67
资产负债率%	31.83
总股本/流通 A 股（百万）	1626/1071
流通 B 股/H 股（百万）	-/220

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《白云山(600332)——王老吉大健康利润快速增长，医药制造收入小幅下滑》
2014/08/31

《2014 年 6 月月度重点品种推荐》
2014/06/03

证券分析师

杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

研究支持

闫天一 A0230115080001
yanty@swsresearch.com

联系人

熊超逸
(8621)23297818×转
xiongcy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **2016 年收入增长 4.76%，扣非净利润增长 5.11%。**2016 年实现收入 200.36 亿，增长 4.76%，归母净利润 15.08 亿，增长 15.97%，扣非净利润 10.71 亿，增长 5.11%，EPS0.93 元，符合预期。四季度单季实现收入 44.92 亿，增长 10.81%，归母净利润 4.52 亿，增长 32.69%，扣非净利润 2 亿，增长 19.23%。
- **金戈销售额超过 4 亿元，预测同比增长 80%左右；广州医药贡献联营企业投资收益 1.94 亿元。**辉瑞原研药万艾可于 2014 年 5 月专利到期，公司产品作为首仿快速放量，我们测算金戈 2016 年全年销售额在 4.2 亿元左右，同比增长 82%。根据 IMS 市场研究显示，我国 ED（阴茎勃起功能障碍）患者超过 1 亿人，未来三年市场增速在 13%左右。目前原研价格 115 元/100mg，金戈售价 80 元/100mg。我们预测 2017 年-2019 年金戈可以实现收入分别为 6.6 亿元、8.6 亿元、10.3 亿元。
- **凉茶板块下半年收入增速低于预期，全年收入与 2015 年基本持平。**公司上半年凉茶大健康板块实现销售收入 47.01 亿元，全年收入 77.69 亿元，下半年收入增速略低于市场预期。目前凉茶行业增速在 5%左右，已经形成了王老吉（白云山）与加多宝双寡头竞争的格局，市占率比值大约为 40%：60%。二者竞争如果缓和，净利润率有望从 5%提升到 10%，贡献大概 4 亿元的净利润增量。
- **ROE 11%，PB 2.5 倍，账上 131 亿现金；考虑外延预期，则 ROE 上升至 15%以上。**公司内生造血能力极强，2016 年一季度-四季度经营现金流净额分别为 7.43 亿元、9.70 亿元、7.05 亿元、0.26 亿元，处于最近三年来最健康的状态。PB 2.5 倍，在医药上市公司中处于极低的位置。假设 2016 年 8 月定增的 79 亿资金中，有 50 亿用来并购医药商业等项目，有望带来 5 亿左右的净利润增量，ROE 上升到 15%以上，PB 保持 2.5 倍不变，在整个医药板块中极具性价比。
- **期间费用率下降 3.08 个百分点，经营现金流提升 25.89%，毛利率下降 3.15 个百分点。**2016 年公司毛利率 33.06%，下降 3.15 个百分点。期间费用率 25.79%，下降 3.08 个百分点，其中销售费用率 19.08%，下降 2.71 个百分点，管理费用率 7.19%，下降 0.00 个百分点，财务费用率-0.48%，下降 0.37 个百分点，每股经营性现金流 1.50 元，提升 25.89%。
- **看好公司作为广药集团上市平台战略地位，给予增持评级。**不考虑公司外延式发展的情况下，给予公司 2017-2019 年 EPS 预测值为 1.09、1.27、1.51 元，同比增长 16.31%、18.19%、19.20%，当前股价对应估值分别为 26、23、19 倍，给予公司“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	19,125	20,036	22,221	24,445	26,845
同比增长率（%）	1.73	4.76	10.91	10.01	9.82
净利润（百万元）	1,300	1,508	1,767	2,064	2,462
同比增长率（%）	9.05	15.97	17.17	16.81	19.28
每股收益（元/股）	1.01	0.93	1.09	1.27	1.51
毛利率（%）	36.2	33.1	34.4	35.7	38.0
ROE（%）	15.4	8.7	9.3	9.8	10.4
市盈率	29	31	26	23	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表 1.单季度财务数据

合并报表	单季数据	单位	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入	金额	百万元	4,676	5,345	4,615	4,165	4,730	5,742	4,599	4,054	5,051	5,806	4,686	4,492
	同比	%	12.56%	8.67%	11.68%	-5.42%	1.17%	7.44%	-0.57%	-2.85%	6.71%	1.04%	2.07%	10.81%
	环比	%	6.18%	14.31%	-13.65%	-9.76%	13.58%	21.39%	-19.91%	-11.85%	24.60%	14.96%	-19.29%	-4.15%
营业成本	金额	百万元	3,057	3,397	3,001	2,720	3,060	3,547	2,969	2,625	3,050	3,685	3,108	3,568
	同比	%	13.99%	8.13%	4.96%	-12.95%	0.12%	4.41%	-1.31%	-3.65%	-0.40%	3.83%	4.87%	35.95%
	环比	%	-2.16%	11.13%	-11.67%	-9.36%	12.52%	15.90%	-16.30%	-11.58%	16.20%	20.83%	-15.65%	14.80%
营业毛利	金额	百万元	1,619	1,948	1,614	1,445	1,670	2,195	1,630	1,429	2,001	2,121	1,578	924
	同比	%	9.95%	9.62%	26.77%	12.95%	3.14%	12.71%	0.79%	-1.35%	19.83%	-3.46%	-3.02%	-35.37%
	环比	%	26.56%	20.30%	-17.11%	-10.51%	15.57%	31.46%	-25.75%	-12.33%	40.01%	6.01%	-25.61%	-41.47%
	毛利率	%	34.63%	36.44%	34.98%	34.69%	35.30%	38.23%	35.45%	35.25%	39.61%	36.53%	33.67%	20.56%
销售费用	金额	百万元	917	1,243	1,073	710	888	1,353	1,032	895	1,188	1,440	997	198
	同比	%	8.19%	9.46%	33.89%	1.29%	-3.18%	8.88%	-3.86%	26.07%	33.90%	6.43%	-3.42%	-77.83%
	环比	%	30.79%	35.56%	-13.65%	-33.84%	25.02%	52.45%	-23.75%	-13.25%	32.78%	21.18%	-30.81%	-80.09%
销售费用率	金额	%	19.61%	23.25%	23.25%	17.05%	18.77%	23.57%	22.44%	22.08%	23.53%	24.80%	21.26%	4.42%
	同比	%	310	306	317	332	338	337	332	368	370	324	385	360
	环比	%	2.73%	-0.98%	6.42%	4.30%	9.15%	10.01%	-2.01%	9.23%	8.52%	-4.34%	17.76%	-2.04%
管理费用	金额	百万元	2.73%	-1.20%	3.46%	4.89%	1.80%	-0.42%	-1.47%	10.81%	0.52%	-12.25%	18.79%	-6.51%
	同比	%	-2.72%	-1.20%	3.46%	4.89%	1.80%	-0.42%	-1.47%	10.81%	0.52%	-12.25%	18.79%	-6.51%
	环比	%	6.63%	5.73%	6.86%	7.98%	7.15%	5.87%	7.22%	9.07%	7.32%	5.59%	8.22%	8.02%
管理费用率	金额	%	6.63%	5.73%	6.86%	7.98%	7.15%	5.87%	7.22%	9.07%	7.32%	5.59%	8.22%	8.02%
	同比	%	1	-4	3	2	-10	-8	-1	-3	-9	-20	-25	-42
	环比	%	-93.93%	-143.53%	-51.03%	-49.30%	-1673.76%	-115.30%	-152.48%	-247.60%	5.95%	-155.33%	-2281.70%	-1323.36%
财务费用	金额	百万元	-84.70%	-687.10%	173.40%	-23.09%	-574.81%	19.68%	83.65%	-125.84%	-220.55%	-119.05%	-22.88%	-64.96%
	同比	%	-84.70%	-687.10%	173.40%	-23.09%	-574.81%	19.68%	83.65%	-125.84%	-220.55%	-119.05%	-22.88%	-64.96%
	环比	%	0.01%	-0.07%	0.06%	0.05%	-0.21%	-0.14%	-0.03%	-0.07%	-0.19%	-0.35%	-0.54%	-0.92%
财务费用率	金额	%	0.01%	-0.07%	0.06%	0.05%	-0.21%	-0.14%	-0.03%	-0.07%	-0.19%	-0.35%	-0.54%	-0.92%
	同比	%	4	2	6	49	2	10	-4	28	5	-3	-1	6
	环比	%	-93.93%	-143.53%	-51.03%	-49.30%	-1673.76%	-115.30%	-152.48%	-247.60%	5.95%	-155.33%	-2281.70%	-1323.36%
资产减值损失	金额	百万元	0	0	1	0	1	1	-2	1	-1	0	0	0
公允价值变动损益	金额	百万元	62	79	56	-36	45	55	13	98	94	52	29	32
投资收益	金额	百万元	409	431	235	288	454	503	239	214	494	392	219	362
营业利润	金额	百万元	27.73%	19.53%	40.20%	5.92%	11.03%	16.81%	11.04%	-25.52%	9.04%	-22.02%	-9.26%	69.47%
	同比	%	50.67%	5.30%	-45.41%	22.30%	57.93%	10.79%	-52.48%	-10.66%	131.03%	-20.56%	-44.17%	65.41%
	环比	%	8.75%	8.06%	5.10%	6.91%	9.60%	8.76%	5.20%	5.27%	9.77%	6.75%	4.67%	8.06%
营业利润率	金额	%	8.75%	8.06%	5.10%	6.91%	9.60%	8.76%	5.20%	5.27%	9.77%	6.75%	4.67%	8.06%
营业外收入	金额	百万元	11	10	8	153	14	43	13	262	36	168	77	274
营业外支出	金额	百万元	2	3	3	69	1	50	16	46	15	15	15	31
利润总额	金额	百万元	418	438	240	371	467	496	236	429	514	545	280	606
	同比	%	28.36%	20.19%	35.84%	2.43%	11.78%	13.19%	-0.74%	14.63%	10.21%	9.73%	19.03%	41.03%
	环比	%	15.22%	4.87%	-45.28%	54.93%	25.73%	6.19%	-52.47%	82.17%	19.65%	6.13%	-48.60%	116.03%
税前利润率	金额	%	8.94%	8.20%	5.19%	8.92%	9.87%	8.64%	5.13%	10.59%	10.17%	9.39%	5.98%	13.48%
所得税费用	金额	百万元	86	72	64	34	93	77	44	68	90	106	46	144
有效税率	金额	%	20.57%	16.51%	26.59%	9.28%	19.96%	15.58%	18.87%	15.80%	17.54%	19.42%	16.48%	23.81%
净利润	金额	百万元	332	366	176	337	374	419	191	362	424	439	234	461
	同比	%	22.33%	9.15%	19.96%	32.76%	12.64%	14.46%	10.09%	6.30%	13.60%	4.70%	22.57%	27.61%
	环比	%	30.74%	10.23%	-51.89%	91.47%	10.92%	12.01%	-54.32%	89.07%	17.18%	3.71%	-46.72%	97.08%
净利润率	金额	%	7.10%	6.84%	3.81%	8.09%	7.90%	7.29%	4.16%	8.92%	8.39%	7.57%	5.00%	10.27%
少数股东损益	金额	百万元	14	10	-7	1	9	9	6	21	14	17	10	10
归母净利润	金额	百万元	318	356	183	336	365	410	185	340	409	422	225	452
	同比	%	21.17%	9.52%	29.89%	33.30%	14.93%	15.15%	2.25%	0.23%	12.36%	2.81%	21.57%	32.69%
	环比	%	26.18%	12.05%	-48.54%	83.22%	8.79%	12.26%	-54.87%	83.99%	20.26%	3.22%	-46.83%	101.06%
摊薄EPS	金额	元/股	0.20	0.22	0.11	0.21	0.22	0.25	0.11	0.21	0.25	0.26	0.14	0.28
扣非归母净利润	金额	百万元	310	350	179	275	354	415	191	168	394	304	173	200
经营活动现金流	金额	百万元	165	1,002	693	-99	239	1,035	331	338	743	970	705	26
每股经营活动现金流	金额	元/股	0.10	0.62	0.43	-0.06	0.15	0.64	0.20	0.21	0.46	0.60	0.43	0.02

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2.年度财务数据

合并报表	累计数据	单位	2014Q1	2014H1	2014Q1-3	2014A	2015Q1	2015H1	2015Q1-3	2015A	2015Q1	2015H1	2015Q1-3	2015A
营业收入	金额	百万元	4,676	10,020	14,635	18,800	4,730	10,472	15,071	19,125	5,051	10,857	15,544	20,036
	同比	%	12.56%	10.45%	10.83%	6.77%	1.17%	4.51%	2.90%	1.63%	6.71%	3.60%	3.14%	4.76%
营业成本	金额	百万元	3,057	6,454	9,454	12,174	3,060	6,607	9,576	12,201	3,050	6,735	9,844	13,412
	同比	%	13.99%	10.83%	8.89%	3.11%	0.12%	2.38%	1.21%	0.12%	-0.40%	1.87%	2.80%	9.93%
营业毛利	金额	百万元	1,619	3,567	5,181	6,626	1,670	3,865	5,495	6,924	2,001	4,122	5,700	6,624
	同比	%	9.95%	9.77%	14.56%	14.20%	3.14%	8.37%	6.00%	4.40%	19.76%	6.57%	3.73%	-4.34%
	毛利率	%	34.63%	35.59%	35.40%	35.24%	35.30%	36.91%	36.46%	36.21%	39.61%	37.97%	36.67%	33.06%
销售费用	金额	百万元	917	2,160	3,233	3,943	888	2,241	3,273	4,168	1,188	2,629	3,625	3,824
	同比	%	8.19%	8.92%	16.11%	13.13%	-3.18%	3.76%	1.23%	5.70%	33.90%	17.31%	10.77%	-8.26%
	销售费用率	%	19.61%	21.55%	22.09%	20.97%	18.77%	21.40%	21.71%	21.79%	23.53%	24.21%	23.32%	19.08%
管理费用	金额	百万元	310	616	933	1,265	338	675	1,007	1,375	370	694	1,079	1,440
	同比	%	2.73%	0.85%	2.68%	3.10%	9.15%	9.57%	5.47%	6.45%	8.52%	2.11%	7.19%	4.72%
	管理费用率	%	6.63%	6.15%	6.37%	6.73%	7.15%	6.45%	6.68%	7.19%	7.32%	6.39%	6.94%	7.19%
财务费用	金额	百万元	1	-3	0	2	-10	-18	-19	-22	-9	-30	-55	-97
	同比	%	-93.93%	-116.25%	-101.45%	-93.92%	-1673.76%	-482.59%	-3166.54%	-1673.78%	5.95%	-66.07%	-189.17%	-339.97%
	财务费用率	%	0.01%	-0.03%	0.00%	0.01%	-0.21%	-0.17%	-0.13%	-0.11%	-0.19%	-0.27%	-0.35%	-0.48%
资产减值损失	金额	百万元	4	6	12	61	2	12	8	36	5	2	1	7
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	1	1	1	2	1	2	-1	-1	-1	0
投资收益	金额	百万元	62	142	197	161	45	100	113	211	94	145	175	206
营业利润	金额	百万元	409	840	1,075	1,363	454	958	1,197	1,410	494	886	1,105	1,467
	同比	%	27.73%	23.39%	26.71%	21.67%	11.03%	13.99%	13.39%	5.07%	9.04%	-7.30%	-7.70%	3.99%
	营业利润率	%	8.75%	8.38%	7.35%	7.25%	9.60%	9.14%	7.94%	7.37%	9.77%	8.16%	7.11%	7.32%
营业外收入	金额	百万元	11	21	29	182	14	57	69	331	36	204	280	555
营业外支出	金额	百万元	2	5	8	78	1	51	67	113	15	30	46	76
利润总额	金额	百万元	418	856	1,096	1,467	467	963	1,199	1,628	514	1,059	1,339	1,945
	同比	%	28.36%	24.04%	26.45%	19.36%	11.78%	12.50%	9.63%	10.90%	10.21%	9.96%	11.74%	19.47%
	税前利润率	%	8.94%	8.54%	7.49%	7.80%	9.87%	9.20%	7.95%	8.51%	10.17%	9.76%	8.62%	9.71%
所得税费用	金额	百万元	86	158	222	257	93	171	215	283	90	196	242	386
	有效税率	%	20.57%	18.50%	20.27%	17.48%	19.96%	17.71%	17.94%	17.37%	17.54%	18.51%	18.08%	19.86%
净利润	金额	百万元	332	698	874	1,211	374	792	984	1,345	424	863	1,097	1,559
	同比	%	22.33%	15.05%	16.00%	20.23%	12.64%	13.59%	12.89%	11.04%	13.60%	8.89%	11.54%	15.86%
	净利润率	%	7.10%	6.96%	5.97%	6.44%	7.90%	7.57%	6.53%	7.03%	8.39%	7.95%	7.06%	7.78%
少数股东损益	金额	百万元	14	24	17	18	9	17	24	45	14	31	41	51
归母净利润	金额	百万元	318	674	857	1,192	365	775	960	1,300	409	832	1,056	1,508
	同比	%	21.17%	14.72%	17.66%	21.68%	14.93%	15.05%	12.34%	8.89%	12.36%	7.30%	10.04%	15.97%
摊薄EPS	金额	元/股	0.20	0.41	0.53	0.73	0.22	0.48	0.59	0.80	0.25	0.51	0.65	0.93
扣非归母净利润	金额	百万元	310	660	838	1,113	354	770	961	1,129	394	697	871	1,071
经营活动现金流	金额	百万元	165	1,167	1,860	1,761	239	1,273	1,604	1,942	743	1,713	2,418	2,445
每股经营活动现金流	金额	元/股	0.10	0.72	1.14	1.08	0.15	0.78	0.99	1.19	0.46	1.05	1.49	1.50
应收票据	金额	百万元	1,602	1,519	1,245	1,466	1,909	1,810	1,399	1,450	1,856	1,626	1,273	1,605
应收账款	金额	百万元	1,190	1,147	1,095	1,006	1,165	1,496	1,363	1,052	1,147	1,624	1,141	1,108
	周转天数	天	23	21	20	19	22	26	24	20	20	27	20	20
其他应收款	金额	百万元	180	209	184	306	257	458	227	209	204	217	214	205
存货	金额	百万元	2,269	2,352	2,713	2,579	2,347	2,407	2,447	2,544	2,449	2,244	2,453	2,781
	周转天数	天	67	66	77	76	69	66	69	75	72	60	67	75

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	19,125	20,036	22,221	24,445	26,845
大健康王老吉	7,768	7,769	8,546	9,400	10,341
大南药板块	6,760	6,906	7,704	8,363	9,027
化学药	3,533	3,688	4,100	4,471	4,823
大商业	4,438	5,148	5,920	6,631	7,426
营业总成本	17,927	18,775	19,873	21,702	23,573
营业成本	12,201	13,412	14,569	15,716	16,650
大健康王老吉	4,318	4,601	4,871	5,170	5,170
大南药板块	3,747	3,894	4,154	4,341	4,535
化学药	2,046	2,130	2,244	2,278	2,307
大商业	4,100	4,839	5,506	6,166	6,906
营业税金及附加	170	189	210	231	254
销售费用	4,168	3,824	3,778	4,156	4,564
管理费用	1,375	1,440	1,333	1,589	2,094
财务费用	(22)	(97)	0	0	0
资产减值损失	36	7	(17)	11	12
公允价值变动损益	2	(0)	0	0	0
投资收益	211	206	0	0	0
营业利润	1,410	1,467	2,349	2,743	3,272
营业外收支	218	478	0	0	0
利润总额	1,628	1,945	2,349	2,743	3,272
所得税	283	386	522	610	727
净利润	1,345	1,559	1,827	2,133	2,545
少数股东损益	45	51	59	69	83
归属于母公司所有者的净利润	1,300	1,508	1,767	2,064	2,462

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,345	1,559	1,827	2,133	2,545
加: 折旧摊销减值	260	250	140	168	169
财务费用	41	22	0	0	0
非经营损失	(199)	(245)	0	0	0
营运资本变动	493	875	63	59	13
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	1,942	2,445	2,030	2,361	2,727
资本开支	515	210	(229)	0	0
其它投资现金流	(293)	(45)	0	(0)	0
投资活动现金流	(806)	(249)	229	(0)	0
吸收投资	12	7,869	0	0	0
负债净变化	61	(621)	(6)	(6)	(6)
支付股利、利息	411	523	0	0	0
其它融资现金流	(9)	(0)	0	0	0
融资活动现金流	(347)	6,725	(6)	(6)	(6)
净现金流	788	8,919	2,252	2,354	2,721

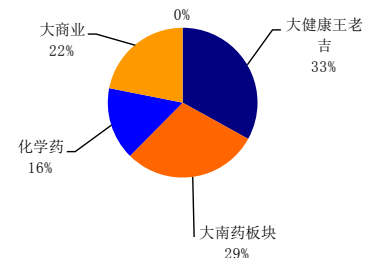
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
王老吉增速	0%	10%	10%	10%
金戈增速	80%	60%	30%	20%
医药商业毛利率	6%	7%	7%	7%

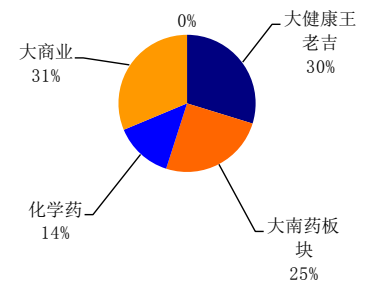
收入结构

2016年收入结构

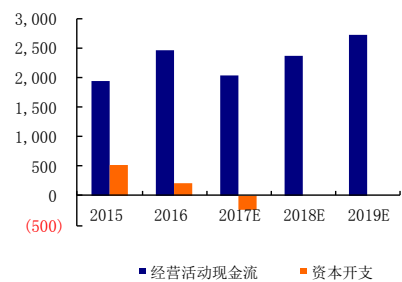


成本结构

2016年成本结构



资本开支与经营活动现金流

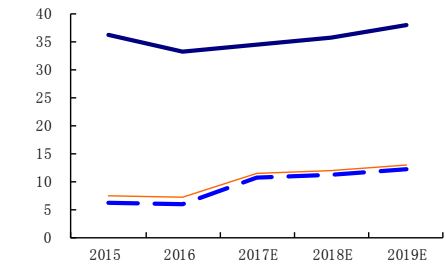


合并资产负债表

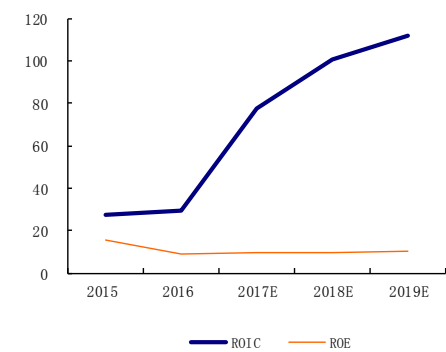
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9,805	19,514	22,158	24,876	27,925
现金及等价物	4,125	13,097	15,349	17,704	20,425
应收款项	3,028	3,385	3,506	3,629	3,762
存货净额	2,544	2,781	3,052	3,292	3,488
其他流动资产	108	250	250	250	250
长期投资	2,440	2,618	2,618	2,618	2,618
固定资产	2,490	2,362	2,220	2,078	1,937
无形资产及其他资产	1,136	1,402	1,159	1,143	1,128
资产总计	15,871	25,897	28,155	30,716	33,608
流动负债	6,828	7,422	7,860	8,293	8,647
短期借款	630	25	25	25	25
应付款项	4,443	5,129	5,567	6,000	6,353
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	358	821	814	808	802
负债合计	7,187	8,243	8,674	9,102	9,449
股本	1,291	1,626	1,626	1,626	1,626
资本公积	2,346	9,875	9,875	9,875	9,875
盈余公积	931	1,052	1,194	1,361	1,559
未分配利润	3,884	4,782	6,407	8,305	10,569
少数股东权益	233	309	368	437	520
股东权益	8,684	17,654	19,471	21,604	24,149
负债和股东权益合计	15,871	25,897	28,145	30,706	33,598

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

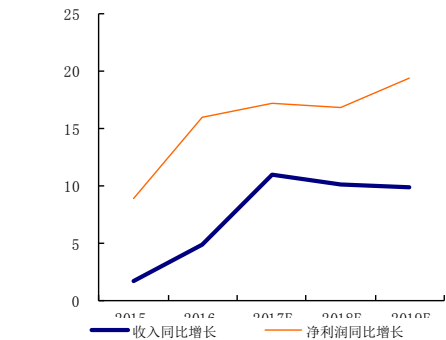


重要财务指标

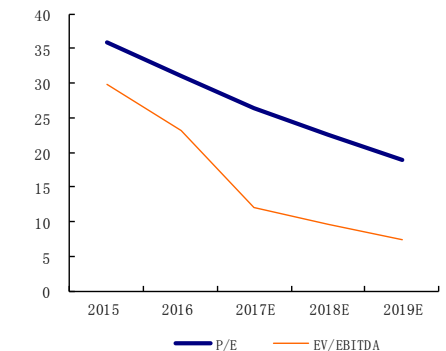
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.80	0.93	1.09	1.27	1.51
每股经营现金流	1.19	1.50	1.25	1.45	1.68
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	5.20	10.67	11.75	13.02	14.53
关键运营指标(%)					
ROIC	27.4	29.1	77.6	100.4	112.1
ROE	15.4	8.7	9.3	9.8	10.4
毛利率	36.2	33.1	34.4	35.7	38.0
EBITDA Margin	7.3	7.0	11.3	11.9	12.8
EBIT Margin	6.1	5.8	10.6	11.2	12.2
收入同比增长	1.6	4.8	10.9	10.0	9.8
净利润同比增长	8.9	16.0	17.2	16.8	19.3
资产负债率	45.3	31.8	30.8	29.6	28.1
净资产周转率	2.26	1.16	1.16	1.15	1.14
总资产周转率	1.21	0.77	0.79	0.80	0.80
有效税率	20.0	22.2	22.2	22.2	22.2
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	35.9	30.9	26.4	22.6	19.0
P/B	5.5	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/Sale	2.2	1.6	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	29.8	23.0	11.9	9.5	7.4

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。