

医药生物

2017年04月17日

天士力 (600535)

——扣非净利润增长 15.19%，渠道去库存接近尾声

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **2017Q1 收入增长 6.45%，扣非净利润增长 15.19%**。2017Q1 年实现收入 33.48 亿，增长 6.45%，归母净利润 3.18 亿，增长 14.84%，扣非净利润 3.11 亿，增长 15.19%，EPS0.29 元，略高于预期。
- **渠道去库存接近尾声被验证，各产品板块稳健增长**。公司首次在一季报的同时公告了各细分产品板块的销售情况。医药工业整体收入 12.98 亿元，同比增长 15.18%，毛利率 72.96%，同比下降 1.87 个百分点。心脑血管板块实现收入 8.95 亿元，同比增长 8.83%；替莫唑胺胶囊等抗肿瘤产品实现收入 1.48 亿元，同比增长 25.32%；感冒类、肝病等其他品种实现收入 2.55 亿，同比增长 36.36%。公司主要产品均实现增长，验证了我们之前渠道去库存接近尾声的判断。以尿激酶原为主导的生物药板块销售额同比增长 16 倍，符合我们关于 2017 是公司生物药板块放量之年的预判。
- **期间费用率下降 0.03 个百分点，经营现金流下降 624.37%，毛利率提升 1.81 个百分点**。2017Q1 年公司毛利率 32.75%，提升 1.81 个百分点。期间费用率 19.06%，下降 0.03 个百分点，其中销售费用率 11.26%，提升 0.51 个百分点，管理费用率 6.06%，下降 0.47 个百分点，财务费用率 1.75%，下降 0.07 个百分点，每股经营性现金流 -0.67 元，下降 624.37%。
- **经营性应收类项目增长，合并报表应收账款增加 7.69 亿元**。2017 年 Q1 母公司销售商品、提供劳务收到现金 6.02 亿元，同期实现收入 9.31 亿元。2017 年 Q1 母公司应收账款 24.21 亿，环比下降 0.04 亿元。合并报表应收账款 56.45 亿元，环比上升 7.69 亿元，此外库存、经营性应付项目保持平稳。应收类项目的增长是一季度经营现金流为负值的主要原因，考虑到从最近 5 年历史上来看，公司集中发货都在一季度，单季度经营现金流为负不影响我们对公司全年经营景气向上的判断。
- **潜力品种入选医保谈判目录，维持买入评级**。公司两大潜力品种尿激酶原、益气复脉成功进入医保谈判目录，我预计名单可能在 17 年三季度前后确定，若最终入选有望持续提振股价。我们维持 2017 年-2019 年的盈利预测，预测净利润分别为 15.00、16.95、19.20 亿元，EPS 分别为 1.39、1.57、1.78 元，对应 PE 倍数分别为 29、26、23，维持买入评级。

市场数据： 2017年04月14日

收盘价(元)	40.35
一年内最高/最低(元)	45.28/34.1
市净率	5.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	41675
上证指数/深证成指	3246.07 / 10519.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	7.67
资产负债率%	52.53
总股本/流通A股(百万)	1081/1033
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《天士力(600535)深度：现代化中药、生物创新药并举，业绩筑底王者归来》
2017/04/06

《天士力(600535)2014 年业绩点评报告——业绩平稳增长，看好中长期发展前景》
2015/03/31

证券分析师

杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

研究支持

闫天一 A0230115080001
yantian@swsresearch.com

联系人

慕晓丽
(8621)23297818x7251
baoxl@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,145	3,348	16,057	17,641	19,419
同比增长率(%)	2.27	6.45	15.14	9.86	10.08
净利润(百万元)	277	318	1,500	1,695	1,920
同比增长率(%)	-19.82	14.84	27.51	13.00	13.27
每股收益(元/股)	0.26	0.29	1.39	1.57	1.78
毛利率(%)	30.9	32.8	39.0	39.6	40.3
ROE(%)	3.6	3.8	15.8	15.2	14.7
市盈率	157		29	26	23

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



申万宏源研究微信服务号

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	2017Q1
营业收入	金额	百万元	3,012	3,096	3,098	3,360	3,075	3,155	3,148	3,844	3,145	3,254	3,211	4,335	3,348
	同比	%	10.41%	15.78%	15.44%	11.57%	2.08%	1.90%	1.59%	14.41%	2.27%	3.14%	2.03%	12.77%	6.45%
	环比	%	0.03%	2.80%	0.06%	8.44%	-8.48%	2.61%	-0.24%	22.13%	-18.19%	3.48%	-1.31%	34.99%	-22.78%
营业成本	金额	百万元	1,931	1,884	1,973	2,068	1,844	1,934	1,918	2,405	2,172	2,016	2,151	2,515	2,251
	同比	%	6.92%	12.41%	15.97%	11.28%	-4.49%	2.63%	-2.77%	16.28%	17.75%	4.25%	12.11%	4.58%	3.66%
	环比	%	3.91%	-2.43%	4.71%	4.82%	-10.82%	4.85%	-0.81%	25.36%	-9.69%	-7.17%	6.67%	16.93%	-10.47%
营业毛利	金额	百万元	1,081	1,212	1,125	1,292	1,230	1,221	1,229	1,439	973	1,238	1,061	1,820	1,096
	同比	%	17.25%	21.46%	14.52%	12.05%	13.82%	0.75%	9.23%	11.43%	-20.93%	1.37%	-13.70%	26.47%	12.68%
	环比	%	-6.23%	12.13%	-7.16%	14.79%	-4.75%	-0.75%	0.66%	17.10%	-32.41%	27.24%	-14.31%	71.60%	-39.78%
	毛利率	%	35.89%	39.14%	36.32%	38.45%	40.01%	38.70%	39.05%	37.44%	30.94%	38.04%	33.03%	41.99%	32.75%
销售费用	金额	百万元	454	409	436	522	489	409	473	619	338	467	375	1,182	377
	同比	%	14.76%	14.18%	4.16%	37.50%	7.75%	0.04%	8.57%	18.43%	-30.97%	14.14%	-20.81%	91.10%	11.52%
	环比	%	19.58%	-9.90%	6.54%	19.79%	-6.29%	-16.34%	15.62%	30.67%	-45.38%	38.32%	-19.78%	215.35%	-68.13%
	销售费用率	%	15.08%	13.22%	14.07%	15.55%	15.92%	12.98%	15.04%	16.09%	10.74%	14.36%	11.67%	27.27%	11.26%
管理费用	金额	百万元	200	132	98	379	225	152	155	427	205	172	202	290	203
	同比	%	22.49%	-1.11%	-21.72%	-3.28%	12.24%	14.80%	57.67%	12.72%	-8.67%	13.12%	29.89%	-32.09%	-1.17%
	环比	%	-48.95%	-33.89%	-25.62%	285.38%	-40.75%	-32.44%	2.21%	175.52%	-51.99%	-16.33%	17.37%	44.05%	-30.13%
	管理费用率	%	6.64%	4.27%	3.18%	11.29%	7.31%	4.81%	4.93%	11.12%	6.53%	5.28%	6.28%	6.70%	6.06%
财务费用	金额	百万元	63	68	80	80	70	56	67	67	57	63	53	54	58
	同比	%	129.96%	102.09%	94.46%	76.42%	12.14%	-18.79%	-16.01%	-15.62%	-18.63%	13.84%	-20.94%	-19.30%	2.17%
	环比	%	38.64%	9.17%	17.15%	-0.51%	-11.87%	-20.93%	21.16%	-0.05%	-15.02%	10.63%	-15.85%	2.02%	7.58%
	财务费用率	%	2.08%	2.21%	2.59%	2.37%	2.29%	1.76%	2.14%	1.75%	1.82%	1.94%	1.66%	1.25%	1.75%
资产减值损失	金额	百万元	-64	4	14	30	15	0	15	23	16	-14	8	-5	29
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	金额	百万元	-1	4	-1	-3	3	0	-1	3	-1	-1	-4	-5	-3
营业利润	金额	百万元	409	577	479	245	405	578	490	275	331	521	395	220	394
	同比	%	40.02%	29.37%	32.61%	-18.50%	-1.38%	0.56%	2.27%	12.13%	-18.40%	-9.85%	-19.34%	-20.00%	19.18%
	环比	%	35.30%	41.14%	-17.01%	-48.86%	65.59%	42.47%	-15.24%	-43.92%	20.49%	57.42%	-24.17%	-44.38%	79.49%
	营业利润率	%	13.57%	18.63%	15.45%	7.29%	13.19%	18.31%	15.56%	7.14%	10.52%	16.00%	12.30%	5.07%	11.78%
营业外收入	金额	百万元	7	11	9	17	10	8	7	35	9	9	9	13	7
营业外支出	金额	百万元	1	11	1	7	0	0	1	10	1	2	4	2	1
利润总额	金额	百万元	414	577	487	256	415	585	496	300	339	528	400	230	401
	同比	%	40.01%	30.22%	35.31%	-19.48%	-0.33%	1.87%	1.82%	17.28%	-18.42%	-9.76%	-19.38%	-23.19%	18.36%
	环比	%	29.82%	39.27%	-15.59%	-47.51%	62.47%	40.92%	-15.28%	-39.54%	13.02%	55.87%	-24.31%	-42.40%	74.17%
	税前利润率	%	13.75%	18.62%	15.71%	7.60%	13.50%	18.54%	15.75%	7.80%	10.77%	16.22%	12.44%	5.31%	11.97%
所得税费用	金额	百万元	70	102	79	32	58	82	93	39	54	106	71	46	78
	有效税率	%	16.97%	17.65%	16.23%	12.37%	13.88%	14.00%	18.73%	13.15%	15.86%	20.11%	17.78%	20.05%	19.52%
净利润	金额	百万元	344	475	408	224	358	503	403	260	285	422	329	184	323
	同比	%	36.95%	26.36%	31.20%	-1.09%	3.26%	6.48%	-1.22%	16.24%	-20.30%	-16.18%	-18.43%	-29.29%	13.22%
	环比	%	50.78%	38.14%	-14.14%	-45.09%	59.69%	40.72%	-19.94%	-35.39%	9.49%	48.00%	-22.10%	-43.99%	75.32%
	净利润率	%	11.41%	15.34%	13.16%	6.66%	11.63%	15.95%	12.80%	6.77%	9.06%	12.96%	10.23%	4.24%	9.64%
少数股东损益	金额	百万元	62	12	12	-4	12	19	14	0	8	14	10	11	4
归母净利润	金额	百万元	282	462	396	228	346	485	389	260	277	408	318	173	318
	同比	%	15.24%	30.10%	30.80%	16.79%	21.46%	5.33%	-1.80%	13.95%	-19.82%	-15.85%	-18.08%	-33.31%	14.84%
	环比	%	43.21%	63.98%	-14.44%	-42.36%	51.49%	40.24%	-19.81%	-33.11%	6.60%	47.18%	-21.93%	-45.55%	83.57%
摊薄EPS	金额	元/股	0.26	0.43	0.37	0.21	0.32	0.45	0.36	0.24	0.26	0.38	0.29	0.16	0.29
扣非归母净利润	金额	百万元	276	460	389	220	334	478	384	223	270	401	314	170	311
经营活动现金流	金额	百万元	266	196	107	48	-25	196	132	36	137	534	51	432	-719
每股经营活动现金流	金额	元/股	0.25	0.18	0.10	0.04	-0.02	0.18	0.12	0.03	0.13	0.49	0.05	0.40	-0.67

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	2015Q1
营业收入	金额	百万元	3,012	6,109	9,207	12,567	3,075	6,230	9,378	13,222	3,145	6,399	9,610	13,945	3,348
	同比	%	10.41%	13.07%	13.86%	13.24%	2.08%	1.99%	1.85%	5.21%	2.27%	2.71%	2.48%	5.47%	6.45%
营业成本	金额	百万元	1,931	3,816	5,789	7,857	1,844	3,778	5,697	8,102	2,172	4,188	6,339	8,854	2,251
	同比	%	6.92%	9.56%	11.66%	11.56%	-4.49%	-0.97%	-1.59%	3.11%	17.75%	10.84%	11.27%	9.28%	3.66%
营业毛利	金额	百万元	1,081	2,293	3,418	4,710	1,230	2,452	3,681	5,120	973	2,211	3,272	5,092	1,096
	同比	%	17.25%	19.44%	17.77%	16.15%	13.82%	6.91%	7.68%	8.71%	-20.93%	-9.82%	-11.12%	-0.55%	12.68%
	毛利率	%	35.89%	37.54%	37.13%	37.48%	40.01%	39.35%	39.25%	38.72%	30.94%	34.55%	34.04%	36.51%	32.75%
销售费用	金额	百万元	454	864	1,300	1,822	489	899	1,372	1,991	338	805	1,180	2,362	377
	同比	%	14.76%	14.49%	10.80%	17.33%	7.75%	4.10%	5.60%	9.28%	-30.97%	-10.42%	-14.01%	18.65%	11.52%
	销售费用率	%	15.08%	14.14%	14.11%	14.50%	15.92%	14.43%	14.63%	15.06%	10.74%	12.58%	12.28%	16.94%	11.26%
管理费用	金额	百万元	200	332	431	810	225	376	532	959	205	377	578	869	203
	同比	%	22.49%	11.86%	1.88%	-0.60%	12.24%	13.26%	23.40%	18.40%	-8.67%	0.12%	8.81%	-9.42%	-1.17%
	管理费用率	%	6.64%	5.44%	4.68%	6.45%	7.31%	6.04%	5.67%	7.25%	6.53%	5.89%	6.02%	6.23%	6.06%
财务费用	金额	百万元	63	131	211	291	70	126	193	261	57	120	174	228	58
	同比	%	129.96%	114.52%	106.44%	97.24%	12.14%	-4.00%	-8.56%	-10.49%	-18.63%	-4.30%	-10.10%	-12.47%	2.17%
	财务费用率	%	2.08%	2.15%	2.30%	2.32%	2.29%	2.02%	2.06%	1.97%	1.82%	1.88%	1.81%	1.64%	1.75%
资产减值损失	金额	百万元	-64	-60	-46	-16	15	15	30	52	16	2	10	5	29
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
投资收益	金额	百万元	-1	4	2	-1	3	3	2	6	-1	-2	-5	-10	-3
营业利润	金额	百万元	409	986	1,464	1,709	405	983	1,473	1,747	331	852	1,246	1,466	394
	同比	%	40.02%	33.59%	33.27%	22.15%	-1.38%	-0.25%	0.58%	2.23%	-18.40%	-13.38%	-15.36%	-16.09%	19.18%
	营业利润率	%	13.57%	16.13%	15.90%	13.60%	13.19%	15.78%	15.70%	13.21%	10.52%	13.31%	12.97%	10.51%	11.78%
营业外收入	金额	百万元	7	17	26	43	10	18	25	60	9	17	26	39	7
营业外支出	金额	百万元	1	12	13	19	0	0	2	12	1	2	6	9	1
利润总额	金额	百万元	414	991	1,478	1,733	415	1,000	1,496	1,795	339	867	1,266	1,496	401
	同比	%	40.01%	34.14%	34.52%	22.42%	-0.33%	0.94%	1.23%	3.60%	-18.42%	-13.35%	-15.35%	-16.66%	18.36%
	税前利润率	%	13.75%	16.22%	16.05%	13.79%	13.50%	16.05%	15.95%	13.58%	10.77%	13.54%	13.18%	10.73%	11.97%
所得税费用	金额	百万元	70	172	251	283	58	139	232	272	54	160	231	277	78
	有效税率	%	16.97%	17.37%	16.99%	16.31%	13.88%	13.95%	15.53%	15.14%	15.86%	18.45%	18.24%	18.52%	19.52%
净利润	金额	百万元	344	819	1,226	1,450	358	861	1,263	1,524	285	707	1,035	1,219	323
	同比	%	36.95%	30.60%	30.80%	24.59%	3.26%	5.12%	3.01%	5.05%	-20.30%	-17.89%	-18.06%	-19.98%	13.22%
	净利润率	%	11.41%	13.40%	13.32%	11.54%	11.63%	13.81%	13.47%	11.52%	9.06%	11.04%	10.77%	8.74%	9.64%
少数股东损益	金额	百万元	62	74	86	82	12	31	45	45	8	22	32	43	4
归母净利润	金额	百万元	282	744	1,140	1,368	346	830	1,219	1,479	277	685	1,003	1,176	318
	同比	%	15.24%	24.04%	26.30%	24.61%	21.46%	11.50%	6.88%	8.06%	-19.82%	-17.50%	-17.69%	-20.43%	14.84%
摊薄EPS	金额	元/股	0.26	0.69	1.06	1.27	0.32	0.77	1.13	1.37	0.26	0.63	0.93	1.09	0.29
扣非归母净利润	金额	百万元	276	737	1,126	1,346	334	812	1,196	1,419	270	671	985	1,155	311
经营活动现金流	金额	百万元	266	462	569	617	-25	171	304	340	137	671	722	1,154	-719
每股经营活动现金流	金额	元/股	0.25	0.43	0.53	0.57	-0.02	0.16	0.28	0.31	0.13	0.62	0.67	1.07	-0.67
应收票据	金额	百万元	871	960	733	1,316	1,207	1,260	938	1,792	1,481	1,367	1,325	2,210	2,576
应收账款	金额	百万元	2,940	3,043	3,575	3,559	4,613	4,804	5,467	4,643	5,293	5,040	5,321	4,876	5,645
	周转天数	天	88	90	105	102	135	139	157	126	151	142	149	126	152
其他应收款	金额	百万元	151	127	166	40	50	88	97	54	70	141	159	61	113
存货	金额	百万元	1,191	1,320	1,417	1,477	1,543	1,516	1,509	1,764	1,706	1,736	1,798	2,012	1,864
	周转天数	天	56	62	66	68	75	72	72	78	71	75	77	82	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	13,228	13,945	16,057	17,641	19,419
医药工业	6365	6178	7758	8678	9740
复方丹参滴丸	2,784	2,645	3,461	3,980	4,210
其他	3,581	3,533	4,297	4,698	5,530
医药商业	6,778	7,684	8,299	8,963	9,680
营业总成本	11,486	12,469	14,158	15,497	16,993
营业成本	8,102	8,854	9,800	10,654	11,591
医药工业	6,365	1,986	3,634	3,482	3,972
复方丹参滴丸	585	555	727	836	884
其他	5,780	1,431	2,907	2,646	3,088
医药商业	6,381	7,200	7,752	8,382	9,052
营业税金及附加	121	151	174	191	211
销售费用	1,991	2,362	2,943	3,288	3,686
管理费用	959	869	1,073	1,197	1,338
财务费用	261	228	167	167	167
资产减值损失	52	5	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	6	(10)	5	8	10
营业利润	1,747	1,466	1,903	2,151	2,436
营业外收支	48	30	0	0	0
利润总额	1,795	1,496	1,903	2,151	2,436
所得税	272	277	349	394	446
净利润	1,524	1,219	1,554	1,757	1,990
少数股东损益	45	43	55	62	70
归属于母公司所有者的净利润	1,479	1,176	1,500	1,695	1,920

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	1,524	1,219	1,554	1,757	1,990
加: 折旧摊销减值	373	350	274	310	346
财务费用	227	178	167	167	167
非经营损失	(11)	14	(5)	(8)	(10)
营运资本变动	(1,795)	(610)	155	(45)	(366)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	340	1,154	2,145	2,182	2,127
资本开支	695	521	560	520	210
其它投资现金流	(370)	(162)	(522)	(842)	(840)
投资活动现金流	(911)	(654)	(1,082)	(1,362)	(1,050)
吸收投资	1,580	12	0	0	0
负债净变化	(526)	(2,102)	(400)	0	0
支付股利、利息	668	639	167	167	167
其它融资现金流	(598)	(196)	0	0	0
融资活动现金流	286	(232)	(567)	(167)	(167)
净现金流	(286)	267	496	652	910

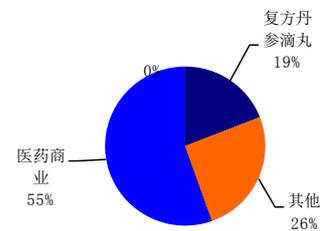
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
丹参滴丸销售	2645	3461	3980	4210
增速		31%	15%	6%
医药工业	6178	7361	8238	9251
增速		19%	12%	12%
医药商业	7684	8299	8963	9680
增速		8%	8%	8%

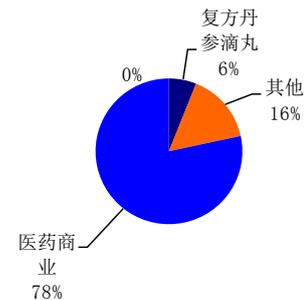
收入结构

2016年收入结构

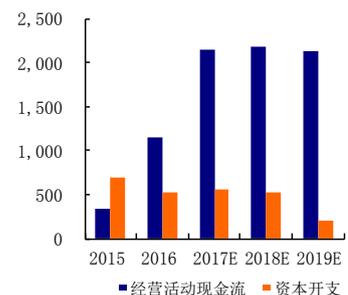


成本结构

2016年成本结构



资本开支与经营活动现金流

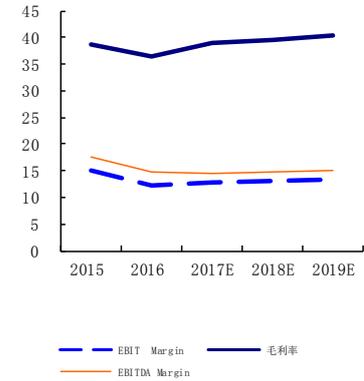


合并资产负债表

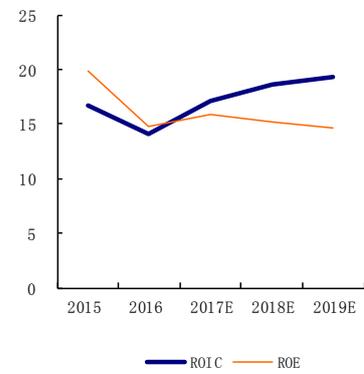
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9,897	11,176	11,435	12,897	14,528
现金及等价物	1,080	1,330	1,826	2,478	3,388
应收款项	6,691	7,451	7,440	7,615	8,123
存货净额	1,764	2,012	2,227	2,421	2,634
其他流动资产	362	383	383	383	383
长期投资	530	685	1,211	2,061	2,911
固定资产	3,688	3,908	4,094	4,144	3,859
无形资产及其他资产	1,297	1,358	1,458	1,618	1,768
资产总计	15,413	17,126	18,618	20,699	23,045
流动负债	6,586	8,159	8,118	8,442	8,797
短期借款	2,985	2,788	2,388	2,388	2,388
应付款项	2,792	3,359	3,718	4,042	4,397
其它流动负债	499	1,697	1,697	1,697	1,697
非流动负债	1,120	761	737	737	737
负债合计	7,706	8,920	8,854	9,178	9,534
股本	1,080	1,080	1,080	1,080	1,080
资本公积	1,771	1,544	1,544	1,544	1,544
盈余公积	733	825	942	1,074	1,224
未分配利润	3,887	4,517	5,900	7,463	9,233
少数股东权益	237	243	297	359	429
股东权益	7,707	8,207	9,764	11,521	13,511
负债和股东权益合计	15,413	17,126	18,618	20,699	23,045

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

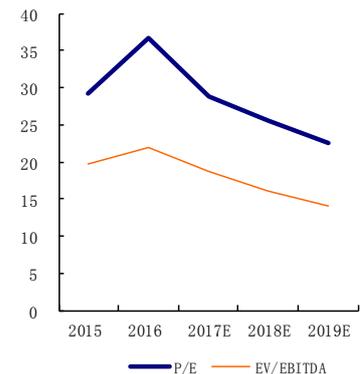
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	1.37	1.09	1.39	1.57	1.78
每股经营现金流	0.31	1.07	1.99	2.02	1.97
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	6.91	7.37	8.76	10.33	12.11
关键运营指标(%)					
ROIC	16.6	14.1	17.1	18.6	19.3
ROE	19.8	14.8	15.8	15.2	14.7
毛利率	38.8	36.5	39.0	39.6	40.3
EBITDA Margin	17.6	14.7	14.6	14.9	15.1
EBIT Margin	15.1	12.2	12.9	13.1	13.4
收入同比增长	5.2	5.4	15.1	9.9	10.1
净利润同比增长	7.9	(20.4)	27.5	13.1	13.2
资产负债率	50.0	52.1	47.6	44.3	41.4
净资产周转率	1.77	1.75	1.70	1.58	1.48
总资产周转率	0.86	0.81	0.86	0.85	0.84
有效税率	15.2	18.4	18.4	18.4	18.4
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	29.2	36.7	28.8	25.5	22.5
P/B	5.8	5.4	4.6	3.9	3.3
EV/Sale	3.5	3.2	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	19.8	22.0	18.6	16.1	14.0

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。