

2017年04月24日

国药股份 (600511.SH)

显著受益 4月北京新标执行, 优质商业龙头成长空间存在较大预期差

■ 国药股份是我们持续推荐的个股, 我们于2017年2月12日发布了21页《国药股份深度报告: 看好2017年医药商业整合机会, 重组完成后产品与渠道优势显著外延并购有望加快》。

■ 1季报实现较快增长符合预期: 1季报实现收入35.7亿元, 同比增长9.15%, 基本与北京地区的商业整体增速保持一致, 净利润1.4亿元, 同比增长15.2%, 符合预期。

■ 公司今年将显著收益于北京地区阳光招标采购: 2017年4月8日开始, 北京地区开始执行新一轮阳光招标采购, 我们预计, 在新一轮阳光招标采购中, 公司无论是医院配送点还是中标配送品规均有非常显著的增加, 我们预计从下半年开始, 公司将显著收益于北京地区新一轮的阳光采购, 收入增速将呈现前低后高, 全年收入有望实现15~20%。

■ 重组后的新国药股份具备核心竞争力, 5年后有望再造2个国药股份: 重组后, 公司将获得北京地区最完善的销售网络和最具竞争力的品种优势, 市场份额有望持续提升。目前, 北京市医药商业规模(含器械)为1500亿左右, 而国药股份重组完成后在北京地区的收入规模仅250亿元左右, 份额仅17%左右, 按照其他多个地区的经验, 一般区域龙头的市场份额能够达到30%, 一些特殊地区甚至高达60%, 且北京地区的医改政策一直相对温和, 每年市场整体增长还有10%左右, 假设5年以后, 公司的市场份额能够提升至30%, 按照10%的复合增速测算, 届时, 北京地区市场规模为2400亿元, 则公司30%份额对应的规模为723亿元, 是现有北京地区收入的3倍。由此可见, 仅仅北京地区, 公司的业务成长空间就有2倍, 假设分解到5年, 对应复合增速在25%。

■ 公司精麻类药品销售业务仍有数倍提升空间: 我们认为, 在精麻类药品业务销售方面, 公司将有几个维度可以拓展: 从区域角度讲, 国药股份是全国3家一级分销商, 且国控北京是北京地区主要的精麻药二级分销商, 份额超过40%, 从搭建全国精麻药分销网络角度, 目前全国二级精麻药分销商1/3分布在国控集团, 1/3分布在上药、华润等, 另外1/3二级分销商是各家竞相并购的对象, 我们认为, 公司已经解决了此前不能融资的问题, 未来有望和大股东国药控股协同实现全国二级精麻药分销商的布局。 从产品角度讲, 公司来自麻醉药的商业规模10亿元左右。根据公开资料显示, 大的麻醉药市场在一级批发层面有50亿容量, 到二级、三级经销和医院终端的容量有300亿之大, 远超过公司现有规模。我们预计, 公司未来将在麻醉药领域有望通过合作或者并购等方式, 丰富一些麻醉药品种, 特别是二类非管制类的麻醉药品种。

公司快报

证券研究报告

医药流通

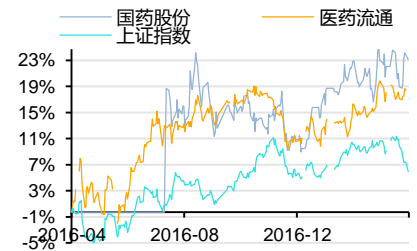
投资评级 **买入-A**
维持评级

12个月目标价: **45元**
股价(2017-04-24) **33.84元**

交易数据

总市值(百万元)	16,202.59
流通市值(百万元)	9,395.45
总股本(百万股)	478.80
流通股本(百万股)	277.64
12个月价格区间	27.42/34.26元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.78	6.21	18.39
绝对收益	0.12	5.98	24.14

周小刚 分析师
SAC 执业证书编号: S1450517040001
zhouxg@essence.com.cn

相关报告

国药股份: 看好医药商业整合机会, 重组后产品与渠道优势显著外延并购有望加快
2017-03-28

■**打造口腔全产业链业务空间巨大，多项创新业务提升综合竞争力：**子公司国药前景在口腔专科领域建立起了覆盖全国的销售渠道和服务网络，公司一直将国药前景打造成成为“口腔行业最专业的服务平台与供应商”的战略定位，公司2016年末完成对国药前景同比例增资至2000万元，公司也在年报中明确表述“继续跟踪寻觅麻药产业链和口腔产业链上的并购机会”，并购预期呼之欲出，我们预计，公司在口腔全产业链特别是上游各种高毛利率耗材及器械方面有望通过并购实现延伸，未来发展空间巨大。

■**激励实施有望适时落地：**国药系整体改革持续推进，大股东国药控股已经实施激励，我们预计，公司实施完成激励是大概率事件。

■**公司今年主要增长点来自：**1、4月8日北京开始执行新一轮阳光采购，公司下半年将体现显著收益；2、国瑞药业去年受招标、两票制等多种因素影响，净利润下滑42%，预计今年有望实现20%~30%增长；3、人福医药增长提速，今年有望实现30%左右快速增长。**看未来几年，我们预计，公司将受益于外延式并购带来的增厚，从而增长提速。**

■**投资建议：**买入-A投资评级，6个月目标价45.00元。我们预计，公司原有业务净利润2017~2019年分别同比增长20%/21%/23%，对应净利润6.6/8.0/9.8亿元，最保守预计，按照重组合并4家公司的保底承诺利润计算，则合计对应2017~2019年净利润分别为12.4/14.5/17.3亿元。按照公司重大资产重组与配套募投项目定增完成后，总股本增加为7.65亿股，按照当前股价33.84元/股，重组完成后对应总市值259亿。因此，全面考虑资产注入和摊薄，当前股价对应2017~2019年PE分别为21/18/15倍。在所有医药商业公司中仅比上海医药估值略高，远低于其他商业公司，上海医药是由于市值已达598亿，是A股市值最大的商业公司。我们判断，随着国药股份重组完成及机制进一步理顺，未来估值有较大提升空间。

■**风险提示：**重组后业务整合低于预期；原有业务内生性增长低于预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	12,078.2	13,386.4	15,374.3	17,688.1	20,428.0
净利润	512.8	547.6	659.0	797.2	980.0
每股收益(元)	1.07	1.14	1.38	1.66	2.05
每股净资产(元)	6.33	7.36	8.53	10.12	12.08

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	31.6	29.6	24.6	20.3	16.5
市净率(倍)	5.3	4.6	4.0	3.3	2.8
净利润率	4.2%	4.1%	4.3%	4.5%	4.8%
净资产收益率	16.9%	15.5%	16.1%	16.5%	16.9%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%
ROIC	24.8%	24.9%	29.8%	28.0%	36.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

1. 公司一季报净利润增速 15.2%，平稳增长符合预期

1 季报实现收入 35.7 亿元，同比增长 9.15%，基本与北京地区的商业整体增速保持一致，净利润 1.4 亿元，同比增长 15.2%，符合预期，毛利率保持平稳，管理费用减少 678 万元，同比下降 15%，财务费用下降 500 万，两部分费用共减少 1200 万左右，是公司净利润增速高于收入增速的主要原因。

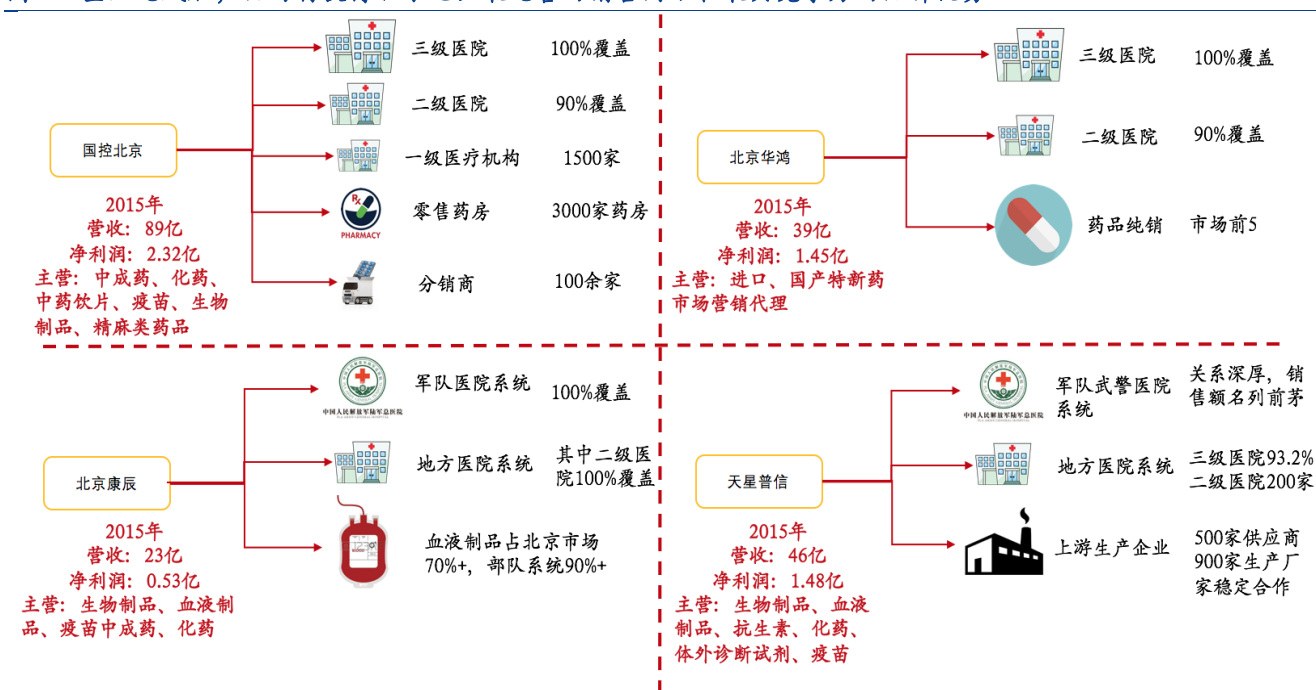
2. 公司今年将显著收益于北京地区阳光招标采购

2017 年 4 月 8 日开始，北京地区开始执行新一轮阳光招标采购，而上一轮招标还是在 2010 年，我们预计，在新一轮阳光招标采购中，公司无论是医院配送点还是中标配送品规均有非常显著的增加，但是从技术性角度讲，医院一般要消化此前老标的库存，因此，2 季度增速未必能够迅速反应，但是，我们预计从下半年开始，公司将显著收益于北京地区新一轮的阳光采购，预计收入增速将呈现前低后高，全年收入有望实现 15~20%。

3. 重组后的新国药股份具备核心竞争力，5 年后有望再造两个国药股份

我们在 2017 年 2 月 21 日发布的 21 页《国药股份深度报告：看好 2017 年医药商业整合机会，重组完成后产品与渠道优势显著外延并购有望加快》曾反复强调，**完成重组后，公司将获得北京地区最完善的销售网络和最具竞争力的品种优势**：国控北京在北京地区覆盖了 100% 三级医院、90% 以上二级医院、1500 家一级及社区医院、近 3000 家零售药店及 100 余家医药商业分销企业；北京康辰和天星普信凭借在北京区域的血制品和生物制品的绝对领先优势，不仅开拓了全面的医院渠道，且在部队军队系统医院也占据绝对优势，位列前茅；北京华鸿现已覆盖北京市所有三级医院，二级医院覆盖率达到 90%，在北京市医院纯销市场位列前五。

图 1：重组完成后，公司将获得北京地区最完善的销售网络和最具竞争力的品种优势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

因此，随着两票制的实施和推进，没有哪一家企业在北京地区能够回避国药股份的商业渠道，国药股份无论对上游工业企业，还是对下游医疗机构，谈判能力还将进一步增加，市场集中度和份额还将持续提升。

此前，市场一直担心的问题是，从集团定位角度，公司被框定为北京地区商业公司。对此，我们认为：

目前，北京市医药商业规模（含器械）为 1500 亿左右，而国药股份重组完成后在北京地区的收入规模仅 250 亿元左右，份额仅 17% 左右，按照其他多个地区的经验，一般区域龙头的市场份额能够达到 30%，一些特殊地区甚至高达 60%，且北京地区的医改政策一直相对温和，每年市场整体增长还有 10% 左右，假设 5 年以后，公司的市场份额能够提升至 30%，按照 10% 的复合增速测算，届时，北京地区市场规模为 2400 亿元，则公司 30% 份额对应的规模为 723 亿元，是现有北京地区收入的 3 倍。由此可见，仅仅北京地区，公司的业务成长空间就有 2 倍，假设分解到 5 年，对应复合增速在 25%。

当然，要做到份额持续提升，需要公司不断提升核心竞争力，且要切入医疗器械和耗材领域，实际上，公司子公司国药健坤已经开始推进医疗器械和耗材的销售，我们预计和判断，按照公司在北京地区的发展战略，公司未来将会进一步加大力度拓展器械耗材业务，并实施开展外延式并购。

4. 公司精麻类药品销售业务仍有数倍提升空间

集团对公司的定位是北京地区分销及全国的麻精药品的销售平台，因此，除了上述公司在北京地区业务提升空间，公司将同时推动麻精药品的销售业务。

在精麻类药品业务销售方面，我们认为，公司将有几个维度可以拓展：

从区域角度讲，国药股份是全国 3 家一级分销商，且国控北京是北京地区主要的精麻药二级分销商，份额超过 40%，从搭建全国精麻药分销网络角度，目前全国二级精麻药分销商 1/3 分布在国控集团，1/3 分布在上药、华润等，另外 1/3 二级分销商是各家竞相并购的对象，我们认为，公司已经解决了此前不能融资的问题，未来有望和大股东国药控股协同实现全国二级精麻药分销商的布局。

从产品角度讲，公司来自麻醉药的商业规模 10 亿元左右。根据公开资料显示，大的麻醉药市场在一级批发层面有 50 亿容量，到二级、三级经销和医院终端的容量有 300 亿之大，远超过公司现有规模。我们预计，公司未来将在麻醉药领域有望通过合作或者并购等方式，丰富一些麻醉药品种，特别是二类非管制类的麻醉药品种。我国的麻醉药市场增长空间还非常大，2010~2015 年，我国麻醉药市场复合增速 32%，即使在医保控费、处方药销售整体放缓的背景下，2015 年麻醉药市场增速仍然达到 19.87%（以上数据均来自样本医院）。

5. 打造口腔全产业链业务空间巨大，多项创新业务提升综合竞争力

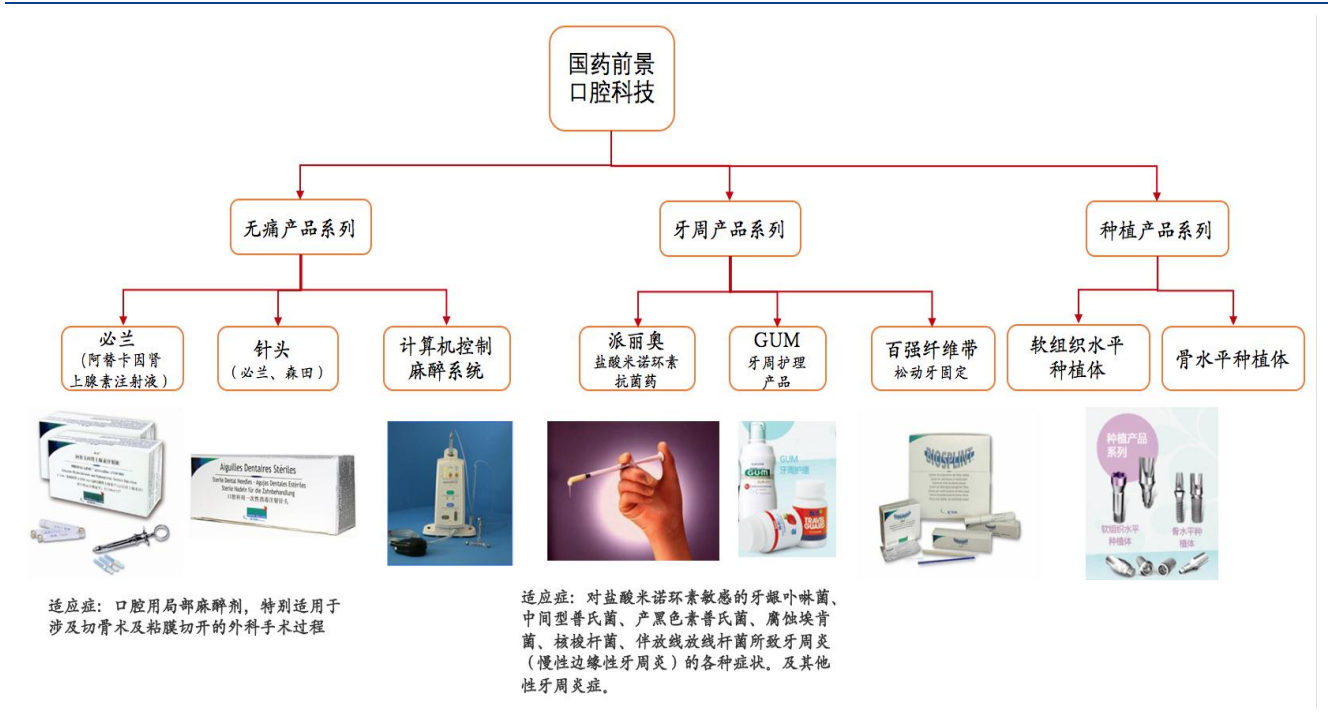
公司控股 51% 子公司国药前景成立于 2004 年，是一家专注于口腔医疗市场发展，以代理国内外先进器材为主的营销、推广和销售服务提供商。

国药前景前身为国药集团药业股份有限公司学术部，其口腔业务始自 1999 年，首次引进并向中国口腔医生推广国际上最新一代口腔专用局部麻醉药品“必兰”（阿替卡因肾上腺素注射液），“必兰”是唯一纳入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》的口腔局部麻醉剂。此后 2001 年国药前景又再次将日本 SUNSTAR 公司的牙周炎局部治疗药物“派丽奥”（盐酸米诺环素）引进中国推荐给口腔医生，经过多年来口腔市场的专业学术推广，公司开拓了两种药品在中国的专业市场，市场份额稳步上升。此后，国药前景还陆续在中国市场总代理的器材有日本森田针头；必兰公司生产的牙周固位纤维带；美国 Milestone 公司的“计算机控制麻醉系统”设备与手柄，上海盛世达贸易公司的 GUM 系列等产品。

2016 年，国药前景再次引进了口内神经刺激器、口腔观察仪以及圣王笑气等口腔新产品，

不断丰富产品线。

图 2：国药前景目前所代理销售的口腔专科领域产品线



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

经过多年累计，国药前景在口腔专科领域建立起了覆盖全国的销售渠道和服务网络，覆盖了全国 5000 多家医疗机构和诊所，累计了强大的口腔医生资源，每年的麻药和口腔协会都是公司在承办，这也显示了公司的行业地位。

2016 年，国药前景实现收入 1.74 亿元，净利润 1119 万元，拓展全国市场终端客户增长 20%，公司一直将国药前景打造成成为“口腔行业最专业的服务平台与供应商”的战略定位，但此前由于公司未解决同业竞争问题，不能再融资且战略定位不明朗，而如今公司已经解决了上述问题并实现再融资，因此，公司 2016 年末以 765 万未分配利润与其他股东完成对国药前景同比例增资至 2000 万元，**公司也在年报中明确表述“继续跟踪寻觅麻药产业链和口腔产业链上的并购机会”，**并购预期呼之欲出，我们预计，公司在口腔全产业链特别是上游各种高毛利率耗材及器械方面有望通过并购实现延伸，未来发展空间巨大。

根据口腔医学会统计，口腔医疗服务现有市场容量达百亿级，且保持较快增长，未来潜在市场容量有望达到千亿。公司已经累计的大量的下游客户，我们非常看好公司未来在口腔全产业链的布局和发展空间。

除了传统医药商业业务及上述各项业务的开展，公司还积极开拓和布局各项创新业务，为客户提供各种延伸性的服务，以便更好地满足客户的需求。

北京华鸿拥有最先进的 SPD 增值服务模式，能够有效改善医院内部药品流转手续、降低药库管理成本、节省药库库存空间。

作为北京市 5 家具备社区药品配送资格的商业企业，国控北京还通过此次融资实施社区药房托管项目，公司另一子公司国药健坤也在积极开拓医疗器械产品的销售，并拓展与医院合作药店项目（主要是针对自费药品种），我们认为，随着药品持续降价、按病种付费方式改革的推进，新医改推动“医药分家”的趋势越来越明显，药品最终会转变为医院的成本中心，药房托管或者合作药房未来会成为趋势，商业企业在药房托管和合作方面具有先天优势，公司已经开始积极布局，为今后业务推进打下基础。

6. 激励实施有望适时落地

2014年，国资委最终确定六家国企改革单位，其中公司大股东国药控股位列其中。

2016年8月19日，大股东国药控股（香港上市）公告拟实施限制性股票激励，并于2016年11月11日完成授予。共授予723万股限制性股票，按照授予日国药控股收盘价35.46元港币/股计算，对应市值2.6亿港元。激励对象包括国药控股共计190位管理人员及骨干，其中对执行董事李智明先生授予数量为26万股，相应股票对应市值为922万港币。

限制性股票的解锁条件为，以2015年净利润为基数，2016~2018年净利润复合增速不低于12%，这对于2015年净利润基数已经高达37.6亿元的国药控股来讲，实际上已经就较为难得。

在公司授予日公告中特别声明，激励对象不包括国药控股旗下两家上市公司国药一致和国药股份的所有管理人员和骨干人员，我们判断和认为，国药控股旗下其他公司都能够实施参与本次的股权激励，而国药股份和国药一致却不参与本次激励，极大概率是，这两家公司要适时单独实施各自的激励方案。

7. 盈利预测与投资建议

公司今年主要增长点来自：1、4月8日北京开始执行新一轮阳光采购，公司下半年将体现显著收益；2、国瑞药业去年受招标、两票制等多种因素影响，净利润下滑42%，预计今年有望实现20%~30%增长；3、人福医药增长提速，今年有望实现30%左右快速增长。

看未来几年，我们预计，公司将受益于外延式并购带来的增厚，从而增长提速。

公司在重大资产重组时，并购的四家商业公司做了从2016~2019年的净利润承诺，因此，我们将承诺作为保底盈利。

表 1：重组公司承诺利润情况

子公司	持股比例	已实现净利润/百万元		实施重大资产重组承诺净利润/百万元			
		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
国控北京	100%	190	232	251	277	305	348
北京康辰	100%	43	53	63	74	87	101
北京华鸿	60%	125	145	160	182	210	238
天星普信	51%	126	148	170	195	223	257
合计利润贡献/百万元		385	462	514	579	654	748
YOY			20%	11%	13%	13%	14%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

我们预计，公司原有业务净利润2017~2019年分别有望实现同比增长20%/21%/23%，对应净利润6.6/8.0/9.8亿元，最保守预计，按照重组合并4家公司的保底承诺利润计算，则合计对应2017~2019年净利润分别为12.4/14.5/17.3亿元。

按照公司重大资产重组与配套募投项目定增完成后，总股本增加为7.65亿股，按照当前股价33.84元/股，重组完成后对应总市值259亿。

因此，全面考虑资产注入和摊薄，当前股价对应2017~2019年PE分别为21/18/15倍。在所有医药商业公司中仅比上海医药估值略高，远低于其他商业公司，上海医药是由于市值已达598亿，是A股市值最大的商业公司。我们判断，随着国药股份重组完成及机制进一步理顺，未来估值有较大提升空间。

综上，我们判断，以重大资产重组为拐点，公司开始进入全新发展时期，未来空间巨大，给予“买入-A”的投资评级。

风险提示：重组后各子公司业务整合低于预期；原有业务内生性增长低于预期；外延式并购进展低于预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,078.2	13,386.4	15,374.3	17,688.1	20,428.0	成长性					
减:营业成本	11,117.9	12,392.6	14,188.9	16,297.8	18,763.1	营业收入增长率	4.7%	10.8%	14.9%	15.1%	15.5%
营业税费	18.1	28.2	24.6	28.3	32.7	营业利润增长率	8.5%	9.7%	18.8%	19.0%	22.6%
销售费用	228.8	215.5	262.9	295.4	335.0	净利润增长率	6.3%	6.8%	20.3%	21.0%	22.9%
管理费用	168.0	187.0	215.4	247.0	285.6	EBITDA 增长率	9.3%	5.6%	18.2%	17.7%	21.3%
财务费用	15.0	-15.0	-14.4	-18.7	-24.6	EBIT 增长率	8.3%	4.9%	19.3%	18.8%	22.4%
资产减值损失	1.7	14.9	10.7	6.1	5.1	NOPLAT 增长率	8.3%	4.3%	19.6%	18.9%	22.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.8%	0.1%	26.5%	-7.1%	22.8%
投资和汇兑收益	104.5	131.5	139.5	150.4	173.2	净资产增长率	36.2%	14.3%	14.5%	17.1%	18.0%
营业利润	633.3	694.9	825.7	982.7	1,204.3	利润率					
加:营业外净收支	34.5	16.2	30.8	52.9	66.5	毛利率	8.0%	7.4%	7.7%	7.9%	8.2%
利润总额	667.7	711.1	856.6	1,035.5	1,270.9	营业利润率	5.2%	5.2%	5.4%	5.6%	5.9%
减:所得税	135.4	147.1	175.7	211.6	259.3	净利润率	4.2%	4.1%	4.3%	4.5%	4.8%
净利润	512.8	547.6	659.0	797.2	980.0	EBITDA/营业收入	5.7%	5.4%	5.6%	5.7%	6.0%
						EBIT/营业收入	5.4%	5.1%	5.3%	5.4%	5.8%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	16	15	12	10	7
货币资金	1,474.4	1,677.3	1,695.8	2,671.9	3,064.8	流动营业资本周转天数	37	33	35	35	35
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	145	153	150	155	161
应收帐款	2,233.7	2,599.6	3,119.6	3,437.3	4,078.5	应收帐款周转天数	68	65	67	67	66
应收票据	393.5	600.0	167.1	844.6	390.0	存货周转天数	33	31	32	32	32
预付帐款	33.7	40.7	126.9	20.1	147.7	总资产周转天数	180	188	179	180	182
存货	1,157.9	1,170.4	1,547.8	1,589.0	1,988.0	投资资本周转天数	63	58	57	54	50
其他流动资产	13.1	10.9	17.0	13.6	13.8	投资回报率					
可供出售金融资产	78.7	70.3	66.0	71.7	69.3	ROE	16.9%	15.5%	16.1%	16.5%	16.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.1%	7.6%	8.6%	8.4%	9.3%
长期股权投资	401.5	482.3	482.3	482.3	482.3	ROIC	24.8%	24.9%	29.8%	28.0%	36.9%
投资性房地产	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	费用率					
固定资产	566.9	537.6	491.2	444.8	398.4	销售费用率	1.9%	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%
在建工程	9.9	11.1	11.1	11.1	11.1	管理费用率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
无形资产	94.2	96.5	92.8	89.2	85.6	财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	94.4	100.9	94.5	94.1	93.2	三费/营业收入	3.4%	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%
资产总额	6,556.1	7,401.5	7,915.9	9,773.5	10,826.4	偿债能力					
短期债务	300.0	-	-	-	-	资产负债率	46.4%	45.7%	41.9%	44.9%	41.3%
应付帐款	2,198.1	2,243.3	2,931.9	3,032.9	3,778.9	负权益比	86.6%	84.3%	72.1%	81.4%	70.3%
应付票据	307.0	886.3	123.6	1,095.5	419.7	流动比率	1.84	1.88	2.11	2.02	2.24
其他流动负债	81.6	108.3	112.8	108.1	122.1	速动比率	1.44	1.52	1.62	1.65	1.78
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	43.26	-45.30	-56.15	-51.52	-48.01
其他非流动负债	155.0	146.8	147.8	149.9	148.2	分红指标					
负债总额	3,041.7	3,384.7	3,316.2	4,386.4	4,468.9	DPS(元)	0.10	-	0.09	0.09	0.08
少数股东权益	484.5	494.9	515.7	542.1	573.0	分红比率	9.3%	0.0%	6.4%	5.3%	3.9%
股本	478.8	478.8	478.8	478.8	478.8	股息收益率	0.3%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%
留存收益	2,493.1	2,992.9	3,605.2	4,366.2	5,305.7						
股东权益	3,514.3	4,016.8	4,599.7	5,387.1	6,357.5						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	1.07	1.14	1.38	1.66	2.05
净利润	532.3	563.9	659.0	797.2	980.0	BVPS(元)	6.33	7.36	8.53	10.12	12.08
加:折旧和摊销	42.7	50.4	50.0	50.0	50.0	PE(X)	31.6	29.6	24.6	20.3	16.5
资产减值准备	1.7	14.9	-	-	-	PB(X)	5.3	4.6	4.0	3.3	2.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	48.5	65.9	193.3	16.3	40.6
财务费用	38.5	12.1	-14.4	-18.7	-24.6	P/S	1.3	1.2	1.1	0.9	0.8
投资损失	-104.5	-131.5	-139.5	-150.4	-173.2	EV/EBITDA	25.1	17.9	17.3	13.7	11.0
少数股东损益	19.5	16.3	21.9	26.8	31.6	CAGR(%)	15.7%	21.5%	11.0%	15.7%	21.5%
营运资金的变动	-70.7	109.3	-618.5	144.2	-630.0	PEG	2.0	1.4	2.2	1.3	0.8
经营活动产生现金流量	440.3	591.3	-41.5	849.1	233.9	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-53.3	-41.4	143.9	144.7	175.6	REP					
融资活动产生现金流量	355.6	-435.2	-83.9	-17.8	-16.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周小刚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034