

2017年05月17日

济川药业 (600566.SH)

推广能力优秀的平台型企业，预计未来业绩持续高速增长估值有望修复

■济川药业是我们持续强烈推荐个股，我们此前已经发布多篇深度报告和跟踪报告。短期风险与不确定性因素来自去年定增项目资金于5月12日解禁，引起短期市场担心，但我们认为，短期扰动因素不改公司基本面，中长期看反而有望迎来投资机会。

■公司是推广能力优秀的平台型公司，过去3年扣非净利润复合增速36%，不仅蒲地蓝卖得好，其他多个产品均实现了市场占有率第一或者推广快速放量，公司当前由于被市场误解为单一产品公司，在业绩持续高增长的背景下，估值仅21倍。和其他只能在医院端推广的注射剂型不同，蒲地蓝消炎口服液开拓出了在OTC端推广的新天地，而且在医院端良好的推广机会、医生处方、教育患者的带动下，OTC端呈现出高速增长的态势，这和传统上那些只能在医院端推广且遇到天花板瓶颈的产品完全不一样。蒲地蓝消炎口服液在医院端的占比越来越低，我们预计，2016年，蒲地蓝在医院端的收入15亿元，占整体工业收入45.08亿元的比例为33%，我们预计，2017年，蒲地蓝在医院端的收入为17.4亿元，我们预计整体工业收入为57.6亿元，占比进一步下降为30%，2018年占比将下降为28%，考虑到OTC端的利润率高于医院端，公司蒲地蓝医院端的利润占比已经越来越小。我们认为，公司估值仍有较大修复空间。

■蒲地蓝消炎口服液医院端仍将保持较快增长，OTC端推广开始发力。蒲地蓝医院端预计未来仍将保持15%~20%快速增长，主要动力来自：1、医保目录增补省份增加；2、成人科室拓展；3、门诊限针剂政策的不断扩大范围。蒲地蓝OTC端去年实现50%增长，预计今年仍将实现50%以上高速增长，随着公司OTC端推广人员增加、覆盖药店数量快速增长、及零售药店严格执行抗生素处方药销售政策(无处方不销售)，我们预计，未来几年蒲地蓝在OTC端销售复合增速不低于35%。

■OTC端费用率低、净利润率高推动公司净利润增速高于收入增速。蒲地蓝在OTC端费用率显著低于医院端，净利润率显著高于医院端，同时随着收入增长，规模效应提升，公司整体销售费用率、管理费用率逐渐下降、毛利率逐年提升，公司自2013年以来每年净利润率提升1~2个百分点。我们预计，随着公司OTC端收入快速增长、占比快速提升，公司利润率将进一步提升，净利润增速将显著快于收入增速。

■其他产品都将保持快速增长。雷贝拉唑预计今年有望实现20%以上增长，埃索美拉唑针剂年度或者明年有望获批。小儿豉翘清热颗粒医院端保持35%左右高速增长，未来OTC端蓄势待发。蛋白琥珀酸铁口

公司快报

证券研究报告

其他通用机械

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**40元**
股价(2017-05-16) **32.97元**

交易数据

总市值(百万元)	26,693.30
流通市值(百万元)	26,693.30
总股本(百万股)	809.62
流通股本(百万股)	809.62
12个月价格区间	22.81/35.06元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.2	14.85	24.28
绝对收益	5.1	11.24	33.47

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

相关报告

济川药业：一季报业绩超预期，市场预期，低估值白马再造研发体系有望打开未来成长空间	2017-04-30
济川药业：业绩持续高速增长确定，白马价值显著低估	2017-04-23
济川药业：高速增长有望在17年延续，研发体系再造，驱动公司产品获取能力显著提高	2017-04-09
济川药业：济川药业年报点评	2017-03-30
济川药业：济川药业公司快报	2016-11-22

服溶液呈现高速增长，今年预计收入达到 1.5 亿元，未来具备 10 亿元潜力。东科制药整合完毕，去年收入 1.4 亿元，同比增长 87%，预计今年收入 2.4 亿元，同比增长 70%。我们测算，公司今年收入有望实现 26% 增长，净利润增速有望达到 35%。

■公司现有产品空间天花板并不小，研发投入持续加大。我们测算，公司各单品种的长期销售空间天花板：蒲地蓝长期空间预计可达 30 亿元，雷贝拉唑长期空间预计可达 20 亿元，小儿豉翘长期空间预计可达 20 亿元，蛋白铁长期空间预计可达 10 亿元，东科制药长期空间预计可达 10 亿元，公司其他产品空间预计可达 10~20 亿元，即将上市的埃索美拉唑针剂空间在 10 亿元，因此，公司现有产品规模的长期空间总和即超百亿元。且，公司已经开始重塑研发体系，我们预计，中短期内公司品种获取仍将以化学仿制药和中药独家品种为主（收购&自主研发同时进行），同时自 2017 年起每年都有望实现新品种上市，且上市速度有望加快。

■投资建议：我们认为，公司有望维持未来 3 年业绩高增长，当前估值仅 21 倍，我们认为未来几年能够享受估值修复和业绩增长的收益，退一步讲，即使估值修复过程可能缓慢，但业绩确定性成长带来的收益也具有较大投资价值。

我们预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 25.83%、23.98%、22.04%；EPS 分别为 1.56、2.07、2.71 元，当前股价对应估值仅为 21/16/12 倍，PEG 显著小于 1。我们认为，公司当前市场预期差较大，未来估值修复的概率较大，有望享受估值提升和业绩成长的收益，退一步讲，即使短期估值无法修复，也可以赚业绩成长的钱，具有显著价值。维持买入-A 的投资评级，未来 6 个月目标价为 40.00 元。

■风险提示：产品销售低于预期；定增解禁压力；大股东解禁减持压力

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,767.8	4,677.9	5,886.2	7,297.5	8,905.6
净利润	686.6	934.2	1,261.1	1,676.8	2,196.5
每股收益(元)	0.85	1.15	1.56	2.07	2.71
每股净资产(元)	3.30	4.52	5.60	6.36	7.36

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	38.9	28.6	21.2	15.9	12.2
市净率(倍)	10.0	7.3	5.9	5.2	4.5
净利润率	18.2%	20.0%	21.4%	23.0%	24.7%
净资产收益率	25.7%	25.5%	27.8%	32.6%	36.9%
股息收益率	2.0%	2.2%	3.0%	4.0%	5.2%
ROIC	36.8%	39.0%	45.7%	53.6%	67.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

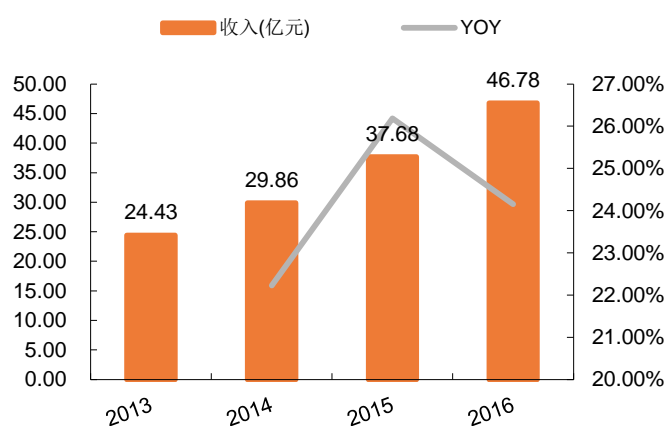
1. 公司是推广能力极强的平台型公司，并非单一品种公司

1.1. 公司过去 3 年扣非净利润复合增速 36%，推广能力极强

公司 2013 年借壳洪城股份上市，主要产品线覆盖儿科、消化系统、呼吸系统等几大领域，重磅品种包括蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠胶囊、小儿豉翘清热颗粒等。

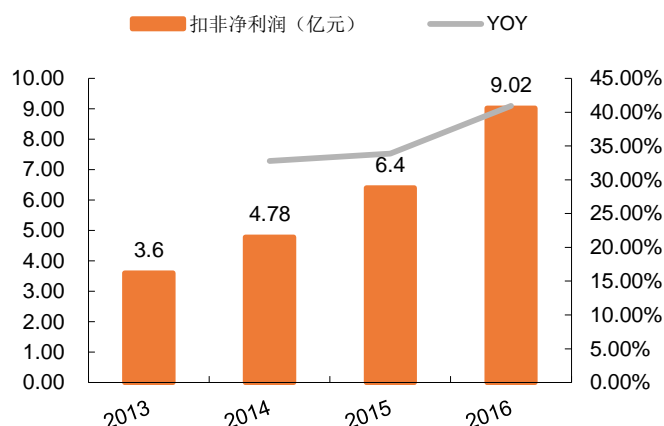
从 2013 年借壳上市以来，公司收入从 2013 年 24.4 亿增长到 2016 年 46.8 亿，3 年复合增速 24%，扣非净利润从 2013 年 3.6 亿增长到 2016 年 9.02 亿元，3 年复合增速 36%。2013 年，公司蒲地蓝消炎口服液收入已经过 10 亿元，如果继续往前追溯，公司的复合增速将会更高。

图 1：公司收入及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：公司扣非净利润及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司自上市以来，逐年业绩从未低于过市场预期，这中间体现出来的，是公司强大的销售能力和对市场终端的把控能力。

公司目前已经拥有数千人的专业推广销售队伍，完善的管理体系和执行力、市场化的激励机制、对终端的掌控力，是公司整体推广能力脱颖而出的体现，也是其他企业难以模仿的。

公司能够将蒲地蓝消炎口服液这样一个非医保（目前进入 7 个省份医保）、单价不高的口服制剂、在同类清热解毒类中成药竞品竞争激烈的背景下，实现多年快速增长突破 20 亿元，体现出强大销售能力背后的精耕细作。

如果说蒲地蓝消炎口服液作为独家品种具有特殊性，那么，雷贝拉唑肠溶胶囊在竞品及其激烈的情况下（口服剂型包括片剂和胶囊），实现 2016 年收入 8 亿以上，市场份额高达 18.51%，仅次于原研卫材，如果考虑单价因素，销量已经超过卫材，占有率第一，充分说明了公司强大的推广能力。

公司的新药蛋白琥珀酸铁口服液 2016 年上市第一年就获得 5000 万销售收入，预计今年有望达到 1.5 亿元销售，在其他企业是难以想象的。

公司收购的东科制药经过销售整合，2016 年收入 1.4 亿元，同比增长 87%，预计今年还将增长 70% 以上，实现 2.4 亿元收入。

因此,可以看出,公司显著优势来自强大的专业推广能力,有了强大的产品推广能力,公司,并不单一依赖某一个产品,更应该说的是,好的产品依赖销售推广能力强的好公司。

2. 蒲地蓝消炎口服液医院端仍将保持较快增长, OTC 端推广开始发力

2.1. 医保省份拓展和科室拓展仍将推动蒲地蓝在医院端持续较快增长

蒲地蓝消炎口服液 2016 年收入 20 亿元, 其中医院端收入 15 亿元, 同比增长 23%左右, OTC 端收入 5 亿元, 同比增长 50%左右。

由于蒲地蓝在医院端收入已经不低, 市场担心蒲地蓝未来增长空间已经不大, 但我们认为三大因素将推动蒲地蓝在医院端继续保持快速增长:

因素 1: 医保目录增补省份增加, 蒲地蓝消炎口服液没有进入 2017 年新版医保目录, 我们预计, 公司未来还将努力推动各省医保目录增补工作, 目前蒲地蓝已经进入 8 个省份 (7+1) 地方医保目录, 预计未来还将进入更多地方医保目录, 从经验看, 进入医保目录后对公司产品的推广放量有显著拉动作用, 如蒲地蓝进入天津医保目录后, 连续 3 年收入保持高速增长, 2017 年 1 月, 蒲地蓝已经进入河北医保目录, 预计从今年开始, 蒲地蓝在河北的销售将显著加快。

因素 2: 成人科室拓展, 目前, 蒲地蓝在医院端的收入中来自儿科的收入比例仍高达 60%~70%, 事实上, 随着限抗、限针等政策的实施, 成人科室对清热解毒类药物替代抗生物和针剂的需求也很旺盛, 我们认为, 来自成人科室的需求比例仍有望提升。

因素 3: 门诊限针剂政策的不断扩大范围, 2015 年安徽省在国内首开门诊限制针剂的政策先河, 截止目前, 已有江苏省、北京市等省市跟进, 随着新医改的持续推进, 我们预计跟进省份范围将不断扩大, 受益于替代效应, 蒲地蓝消炎口服液市场空间将不断扩大。

综上, 我们认为, 未来几年, 蒲地蓝在医院端的收入增速仍有望保持 15%~20%的较快增速。

2.2. 蒲地蓝在 OTC 端快速放量已成为公司增长新引擎

事实上, 公司从 2014 年开始搭建专业的 OTC 推广队伍, 主要推广蒲地蓝和雷贝拉唑, 我们测算, 2016 年, 公司在 OTC 端的蒲地蓝收入已经达到 5 亿元, 同比增长超过 50%, 预计今年还有望实现 50%增速达到 7.5 亿元收入, 这对于其他 OTC 企业是难以想象的, 去研究关注下其他 OTC 类上市公司主打品种的收入规模和增速情况比较可知。

公司的产品在 OTC 端推广, 并不像其他产品通过打广告和宣传等方式, 而是更多以医院端医生处方来拉动 OTC 端的推广、来教育和培育患者, 形成医院端和 OTC 端的良好协同, 可以看出, 在医院端推广能力强的公司和产品在 OTC 端推广起来具有事半功倍的效果, 这因药业的伊可新也具有类似特点, 都是通过医院端的医生教育和处方来拉动 OTC 端的销售。

我们预计和判断, 公司未来会加快在 OTC 端投入, 覆盖药店终端数量以及招募 OTC 端推广人员都将加快步伐 (全国一共 50 万家药店, 药店拓展覆盖面的空间还很大), 从去年开始, 零售药店开始严格执行限抗政策, 没有医生处方很难购买抗生素, 为清热解毒类中药制剂腾出巨大空间, 我们预计和判断, 随着公司推广人员数量和药店数量覆盖数量增长, 未来蒲地蓝在 OTC 端的销售有望保持 40%以上复合增速。

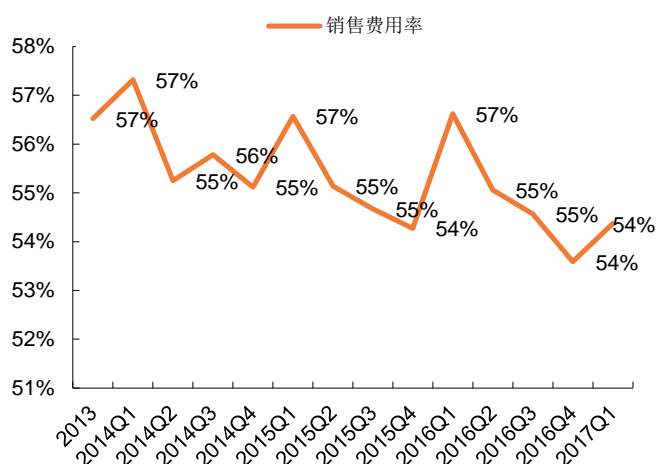
2.3. OTC 端费用率低、净利润率高推动公司净利润增速高于收入增速

由于医院端和 OTC 的推广模式有所不同，OTC 端销售费用率显著低于医院端，我们预计，蒲地蓝在 OTC 端的销售费用率也显著低于医院端，因此，蒲地蓝在 OTC 端的净利润率也显著高于医院端。事实上，2014 年以来，公司的销售费用率一直在逐年下降，我们认为，主要来自：1、OTC 端销售费用率显著低于医院端，公司蒲地蓝和雷贝拉唑在 OTC 端的销售占比越来越高，带动整体销售费用率下降。2、随着公司收入持续快速增长，规模效应导致费用率开始下降。目前，蒲地蓝在 OTC 端销售呈现高速增长态势，且占比越来越高，我们认为，未来，公司销售费用率还将会持续下降。此外，在整体处方药销售环境变化中，我们观测到，很多处方药销售公司的销售费用率都普遍下降也是一个趋势。

此外，公司主打品种蒲地蓝毛利率及整体毛利率也随着收入增长、规模效应的体现而逐渐稳中有升，值得说明的是，蒲地蓝的原材料蒲公英、板蓝根、苦地丁、黄芩都是非常廉价的中药材，对成本的影响基本可以忽略。

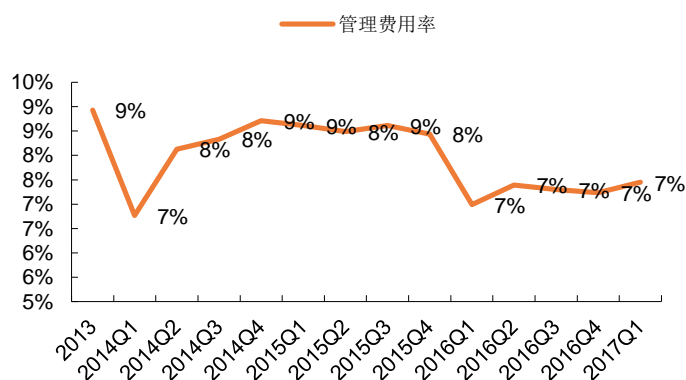
与此同时，管理费用率也随着规模效应的影响逐年下降，综上，我们看到，公司净利润率是逐年提升的，从 2013 年的 16.45% 提升到了 2017 年 1 季度的 20.76%，提升非常显著。

图 3：销售费用率逐季度变化情况



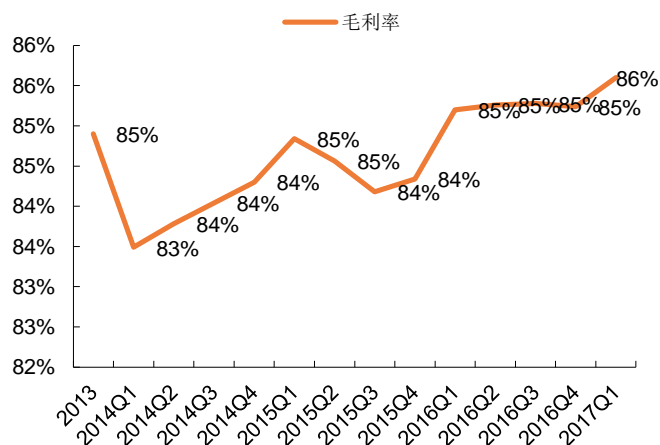
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：管理费用率逐季度变化情况



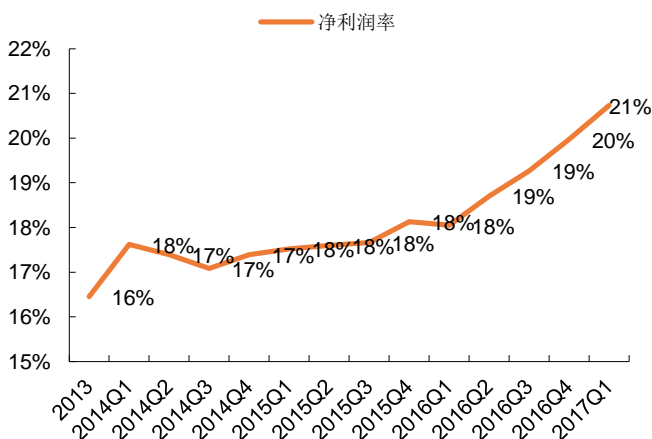
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 1：毛利率逐季度变化情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：净利润率逐季度变化情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

3. 其他产品都将保持快速增长

3.1. 雷贝拉唑预计今年有望实现 20% 以上增长，埃索美拉唑针剂有望获批

公司雷贝拉唑去年受京津冀一体化影响降价 10% 以上，且在个别省份弃标，因此，去年仅实现个位数增长，今年在去年低基数上实现 20% 以上增长确定性较强，公司雷贝拉唑肠溶胶囊在医院占有率接近原研卫材，通过医院医生处方拉动医院周边药店实现销售占比已经提升到 20%，未来该品种有望保持平稳增长。

与此同时，公司另一重磅潜力品种埃索美拉唑注射剂正在审批，预计有望今年年底或明年上市，届时，凭借公司在消化系统领域强大的销售能力，该品种有望迅速放量，成为 10 亿级别的重磅品种。

3.2. 小儿豉翘清热颗粒医院端保持高速增长，未来 OTC 端蓄势待发

小儿豉翘清热颗粒目前主要在医院端销售，2016 年收入过 6 亿元，同比增长超过 35%，保持快速增长，预计今年还有望实现 35% 增长，达到 8 亿元收入，随着该品种规模逐渐成长，及公司 OTC 端销售渠道的成熟和完善，未来该品种预计也将放到 OTC 端销售，通过医院端医生处方和患者教育来拉动 OTC 端的销售，我们认为，作为独具特色的儿科感冒用药，这个品种的潜在销售天花板预计有望达到 20 亿元。

3.3. 蛋白琥珀酸铁口服溶液呈现高速增长，未来具备 10 亿元潜力

公司新产品蛋白琥珀酸铁口服溶液主治缺铁性贫血（孕妇和儿童发病率很高），由于具备铁离子吸收率高、胃肠道副作用小等特点，疗效相比其他补铁类药物也更具优势，2016 年上市第一年销售收入预计超过 5000 万元，我们预计，今年收入有望达到 1.5 亿元，这对于其他企业新上市的产品看来是难以想象的，体现了公司强大的销售能力。长期看，这个产品具备 10 亿元销售潜力。

3.4. 东科制药整合完毕，收入保持高速增长

公司 2015 年收购东科制药，经过渠道整合，目前东科制药已经快速增长期，2016 年实现收入 1.4 亿元，同比增长 87%，已经基本达到东科制药历史峰值收入，预计今年收入有望达到 2.4 亿元。其中，妇炎舒胶囊具备成长为大品种的潜力，不仅是独家品种，还进入了医保目录，目前仅在几百家多家医院销售，收入规模仅 6000 万左右，按照公司销售渠道的覆盖数量，未来覆盖量还有 5 倍提升空间，增长空间巨大。

4. 2017 年收入有望达到 25%、净利润增速有望达到 35%

4.1. 蒲地蓝在医院端的销售收入和利润占比越来越低，公司不是单一产品型企业和其他只能在医院端推广的注射剂型不同，蒲地蓝消炎口服液开拓出了在 OTC 端销售的新天地，而且在医院端良好的推广机会、医生处方、教育患者的带动下，OTC 端呈现出高速增长的态势，这和传统上那些只能在医院端推广且遇到天花板瓶颈的产品完全不一样。

蒲地蓝消炎口服液在医院端的占比越来越低，2016 年，蒲地蓝在医院端的收入 15 亿元，占整体工业收入 45.08 亿元的比例为 33%，我们预计，2017 年，蒲地蓝在医院端的收入为 17.4 亿元，我们预计整体工业收入为 57.6 亿元，占比进一步下降为 30%，2018 年占比将下降为 28%，考虑到 OTC 端的利润率高于医院端，公司蒲地蓝医院端的利润占比已经越来越小。

4.2. 蒲地蓝有望整体实现超 25% 收入增长，公司整体收入增长 25% 是大概率

我们保守预计，2017 年公司医院端蒲地蓝收入增速 16%，OTC 端蒲地蓝收入增速 50%，则对应蒲地蓝整体收入增速 25%，并不低。

其他产品预计：雷贝拉唑今年有望实现 20% 以上恢复性增长；小儿豉翘仍将保持 30% 以上较快增长；蛋白铁收入从去年 5000 万增长到 1.5 亿元；东科制药收入从去年 1.4 亿增加到今年 2.4 亿元。

因此，我们预计，公司今年实现 25% 收入增长是大概率事件。

4.3. 费用率下降和净利润率提升有望推动净利润增速提升 10 个百分点

从 2013 年以来，在销售费用率下降、管理费用率下降、毛利率提升等多项因素影响下，公司每年净利润率都有 1~2 个百分点的提升，我们预计，随着公司 OTC 端收入占比加速提升，和处方药销售环境变化整体费用率下降背景下，未来这种趋势还将持续。

因此，我们预计，2017 年，上述因素有望推动公司净利润增速高于收入增速 10 个百分点，达到 35%。

5. 市场对公司的疑虑、不确定性因素及我们的看法

5.1. 市场对公司的疑虑：单一产品公司，后续研发不足

由于公司蒲地蓝消炎口服液销售太出众，导致一提起济川药业，就让人想到蒲地蓝消炎口服液，部分投资者认为公司是单一产品公司，但我们此前已经分析，蒲地蓝在医院端的收入占比仅有 33%，如果考虑份利润率，占比已经不足 30%，我们在此前早已反复阐述，公司是销售推广平台型公司，一个推广能力强的公司，并不单一依赖某一个产品，公司的雷贝拉唑市场份额做到接近原研，蛋白铁上市第二年能够达到 1.5 亿元收入，东科制药收购整合后收入高速增长，蒲地蓝从医院端往 OTC 端拓展，第三年收入规模达到 5 亿元，这一切，已经充分说明，不是公司依赖单一品种，而是好的品种放到公司以后能够迅速做大，是好产品依赖有销售能力的好公司。我们看到市场上有太多好产品耽误在一些销售能力差的公司手中。

我们测算，蒲地蓝长期空间在 30~40 亿元，雷贝拉唑长期空间在 20 亿元，小儿豉翘长期空间 20 亿元，蛋白铁长期空间 10 亿元，东科制药长期空间 10 亿元，公司其他产品空间 10~20 亿元，即将上市的埃索美拉唑针剂空间在 10 亿元，因此，公司现有产品规模即达到 110 亿元~130 亿元。

且，公司已经意识到自己研发方面的不足，在全力追赶。2016 年初，公司重塑研发体系，持续加强研发投入和管理。我们预计，中短期内公司品种获取仍将以化学仿制药和中药独家品种为主(收购&自主研发同时进行)，同时自 2017 年起每年有望实现有优质新品种上市，且新品种上市速度有望加快，长期内公司亦有望逐步介入创新药研发领域，预计公司有望加大对研发资产、人员全力投入。

5.2. 短期不确定性因素

短期看，公司不确定性因素来自，2016 年定增项目解禁，一共 2817 万股，按照现在股价对应金额 9.3 亿元，共 7 家参与机构，增发成本 22.8 元（除权前），目前看获利较多，考虑到部分机构为专门参与定增的机构，无论对二级市场股价走势判断如何，都会被动减持，因此，不排除短期上述定增机构减持会对股价形成压制。此外，wind 显示，5 月 12 日，有机构通过大宗交易减持 140 万股。

表 1：参与定增机构情况一览

序号	机构	申购价格 (元)	申购金额 (元)	发行价格 (元)	获配金额 (元)	获配股数
1	金鹰基金	23.79	6500 万			
		22.60	1.31 亿		6499.99 万	2,850,877
		21.41	1.95 亿			
2	安信基金	23.75	6500 万		6499.99 万	2,850,877
		20.58	1.95 亿			
3	广发乾和投资有限公司	23.08	1 亿			
		22.60	1 亿		9999.99 万	4,385,964
		21.41	1 亿	22.80		
4	广西铁路发展投资基金	23.00	6500 万		6499.99 万	2,850,877
5	西南证券股份有限公司	23.00	6500 万		6499.99 万	2,850,877
6	鹏华基金	22.86	1.7145 亿		1.7145 亿	7,519,736
		21.27	1.7654 亿			
7	华鑫证券股份有限公司	22.80	1.8 亿		1.1081 亿	4,860,090
合计		-	-	-	642,259,994	28,169,298

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

但我们认为，上述因素仅能改变短期走势，对公司基本面无任何影响，中长期看恰是买入机会。

此外，2016 年 12 月，公司大股东解禁，由于公司大股东持股比例高达 73.78%，虽然公司自解禁以来尚未减持，但是中长期看，由于大股东持股比例过高，且考虑到公司体外培育孵化一些医药项目，因此，后续不排除有减持的可能性，但我们认为，即使未来减持，也是情理之中，且我们认为通过大宗交易减持方式可能性更大。

6. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 25.83%、23.98%、22.04%；EPS 分别为 1.56、2.07、2.71 元，当前股价对应估值仅为 21/16/12 倍，PEG 显著小于 1。我们认为，公司当前市场预期差较大，未来估值修复的概率较大，有望享受估值提升和业绩成长的收益，退一步讲，即使短期估值无法修复，也可以赚业绩成长的钱，具有显著价值。维持买入-A 的投资评级，未来 6 个月目标价为 40.00 元。

7. 风险提示

产品推广销售低于预期；定增解禁压力；大股东解禁减持压力

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	3,767.8	4,677.9	5,886.2	7,297.5	8,905.6	成长性					
减:营业成本	590.0	690.5	817.9	946.7	1,140.9	营业收入增长率	26.2%	24.2%	25.8%	24.0%	22.0%
营业税费	64.0	90.4	106.0	130.7	160.8	营业利润增长率	33.9%	39.8%	32.8%	34.2%	31.0%
销售费用	2,044.9	2,506.9	3,107.9	3,765.5	4,443.9	净利润增长率	32.2%	36.1%	35.0%	33.0%	31.0%
管理费用	317.9	338.4	435.6	554.6	676.8	EBITDA 增长率	33.8%	35.5%	30.7%	32.2%	29.5%
财务费用	-4.6	-8.9	-	-	-	EBIT 增长率	33.8%	39.5%	34.0%	34.2%	31.0%
资产减值损失	12.2	12.6	24.0	25.0	25.0	NOPLAT 增长率	33.1%	40.2%	35.1%	34.2%	31.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.3%	15.4%	14.3%	4.2%	10.8%
投资和汇兑收益	12.3	8.5	8.5	8.5	8.5	净资产增长率	18.3%	35.9%	23.7%	13.5%	15.6%
营业利润	755.6	1,056.4	1,403.4	1,883.5	2,466.7	利润率					
加:营业外净收支	43.9	31.5	53.2	53.2	70.2	毛利率	84.3%	85.2%	86.1%	87.0%	87.2%
利润总额	799.6	1,088.0	1,456.6	1,936.6	2,536.8	营业利润率	20.1%	22.6%	23.8%	25.8%	27.7%
减:所得税	116.4	153.6	195.2	259.5	339.9	净利润率	18.2%	20.0%	21.4%	23.0%	24.7%
净利润	686.6	934.2	1,261.1	1,676.8	2,196.5	EBITDA/营业收入	22.8%	24.9%	25.9%	27.6%	29.3%
						EBIT/营业收入	19.9%	22.4%	23.8%	25.8%	27.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	85	89	93	80	66
货币资金	270.5	890.3	1,386.7	1,877.3	2,342.4	流动营业资本周转天数	57	48	51	53	54
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	177	172	194	202	204
应收账款	1,111.3	1,340.7	1,667.8	2,062.0	2,489.8	应收账款周转天数	96	94	92	92	92
应收票据	24.3	93.7	69.8	132.9	114.5	存货周转天数	14	14	14	13	13
预付账款	10.5	15.7	15.3	20.6	22.7	总资产周转天数	332	330	331	311	294
存货	170.6	204.4	239.9	274.4	345.3	投资资本周转天数	193	191	174	153	135
其他流动资产	130.5	216.3	216.3	216.3	216.3	投资回报率					
可供出售金融资产	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	ROE	25.7%	25.5%	27.8%	32.6%	36.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	19.1%	18.7%	21.7%	24.7%	28.4%
长期股权投资	-	6.1	6.1	6.1	6.1	ROIC	36.8%	39.0%	45.7%	53.6%	67.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	887.0	1,431.8	1,616.8	1,629.4	1,630.7	销售费用率	54.3%	53.6%	52.8%	51.6%	49.9%
在建工程	467.3	260.7	96.2	93.7	92.2	管理费用率	8.4%	7.2%	7.4%	7.6%	7.6%
无形资产	209.8	225.6	206.0	186.3	166.6	财务费用率	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	266.1	264.9	263.8	262.7	261.5	三费/营业收入	62.6%	60.6%	60.2%	59.2%	57.5%
资产总额	3,585.4	4,987.6	5,822.1	6,799.1	7,725.7	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	24.3%	26.1%	21.6%	23.8%	22.5%
应付账款	598.8	932.5	881.3	1,218.3	1,312.0	负债权益比	32.2%	35.3%	27.6%	31.3%	29.1%
应付票据	71.3	84.9	100.1	114.1	144.1	流动比率	2.04	2.24	3.01	2.95	3.31
其他流动负债	170.2	217.0	211.9	221.8	217.4	速动比率	1.84	2.07	2.81	2.77	3.10
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-164.51	-118.11			
其他非流动负债	32.3	65.7	65.7	65.7	65.7	分红指标					
负债总额	872.6	1,300.1	1,259.1	1,619.8	1,739.1	DPS(元)	0.68	0.73	0.99	1.31	1.72
少数股东权益	44.8	30.2	30.4	30.7	31.2	分红比率	79.7%	63.3%	63.3%	63.3%	63.3%
股本	383.8	397.6	809.6	809.6	809.6	股息收益率	2.0%	2.2%	3.0%	4.0%	5.2%
留存收益	2,284.2	3,259.7	3,723.0	4,338.9	5,145.7						
股东权益	2,712.8	3,687.5	4,563.0	5,179.3	5,986.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	683.1	934.4	1,261.1	1,676.8	2,196.5	EPS(元)	0.85	1.15	1.56	2.07	2.71
加:折旧和摊销	112.1	118.0	119.1	129.5	139.8	BVPS(元)	3.30	4.52	5.60	6.36	7.36
资产减值准备	12.2	12.6	-	-	-	PE(X)	38.9	28.6	21.2	15.9	12.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.0	7.3	5.9	5.2	4.5
财务费用	2.2	0.1	-	-	-	P/FCF	-170.9	46.2	30.3	17.2	14.4
投资损失	-12.3	-8.5	-8.5	-8.5	-8.5	P/S	7.1	5.7	4.5	3.7	3.0
少数股东损益	-3.5	0.2	0.2	0.3	0.4	EV/EBITDA	11.9	9.8	16.6	12.3	9.3
营运资金的变动	91.8	-142.2	-378.2	-135.2	-362.0	CAGR(%)	34.9%	33.0%	34.4%	34.9%	33.0%
经营活动产生现金流量	645.5	913.1	993.8	1,663.0	1,966.2	PEG	1.1	0.9	0.6	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-423.3	-394.4	-111.5	-111.5	-111.5	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-595.9	81.4	-385.9	-1,060.9	-1,389.6	REP					

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

崔文亮声明，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