

嘉事堂 (002462)

内生外延合力，打造全国性医药商业公司

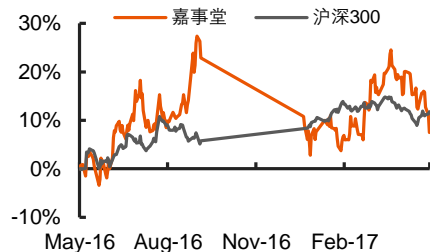
推荐 (首次)

现价: 38.12 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.cachet.com.cn
大股东/持股	中国青年实业发展总公司 /16.72%
实际控制人/持股	共青团中央/%
总股本(百万股)	251
流通 A 股(百万股)	249
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	95.50
流通 A 股市值(亿元)	95.50
每股净资产(元)	8.19
资产负债率(%)	60.80

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

魏巍 投资咨询资格编号
S1060514110001
021-20632019
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

研究助理

张熙 一般从业资格编号
S1060117020002
021-20632019
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

■ 打造全国心内科医疗器械营销平台，盈利能力增强:

我国心血管介入器械市场维持 20% 以上的增速，远高于医药行业整体 8% 的增速，是医药行业内难得的高增长细分领域。2016 年公司下属医疗器械子公司合计收入约为 58 亿元，预计占全国心内科耗材市场 18% 的份额，覆盖全国 30 个省份，建立了国内稀缺的心内科高值耗材平台。公司自 2013 年开拓医疗器械营销业务，拉动批发业务毛利率从 2012 年的 5.13% 上升到 2016 年的 10.25%，盈利能力明显增强。2016 年底，公司公告收购 12 家医疗器械营销公司 24%-29% 的少数股权，收购完成后对 12 家子公司的控股权达到 75%，若收购的少数股权在 6 月并表，按照盈利承诺，2017 年将增厚公司净利润 3597 万元。

■ 北京迎来新标执行，公司市场份额有望明显增加:

由于上一轮非基药招标时，公司开展等级医院药品配送业务不久，在医院的开户率不够高，导致公司在等级医院药品配送份额较低。此后，公司在等级医院的开户率从 2010 年的 75% 增加到目前的 95%，在新一轮招标中获得的配送品规大幅增加。2017 年 4 月 8 日，北京正式开始执行新标阳光采购，预计公司在京药品配送业务将会有明显增加。北京的分级诊疗政策于今年陆续落地，分流效果明显，等级医院的病人逐渐流向基层。公司负责北京八个区的基层医药机构药品配送，该业务有望受益于基层病人的增加。

■ 持续开拓 GPO 业务，期待后续业绩释放

公司 GPO 业务包括首钢总医院、鞍钢总医院、721 医院、核工业医院的药品、耗材项目。公司从 2013 年 6 月开始为首钢集团位于北京地区的医院进行 GPO 采购，2016 年该项目年收入达到 6.6 亿元。首钢和鞍钢集团下属医院较多，公司 GPO 业务有望扩展到这两个集团下的其他医院。2016 年 6 月，公司与中航医疗签署战略合作协议，将和中航医疗全国所属医院进行药品 GPO 合作，预计将为公司增加年收入 12-16 亿元。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8200	10972	14419	18405	22963
YoY(%)	47.2	33.8	31.4	27.6	24.8
净利润(百万元)	173	223	296	378	474
YoY(%)	-24.2	29.0	32.8	27.7	25.3
毛利率(%)	12.8	10.9	10.7	10.6	10.6
净利率(%)	2.1	2.0	2.1	2.1	2.1
ROE(%)	13.7	14.0	15.6	16.6	17.2
EPS(摊薄/元)	0.69	0.89	1.18	1.51	1.89
P/E(倍)	55.2	42.8	32.2	25.3	20.1
P/B(倍)	6.7	4.8	4.2	3.6	3.1

■ 给予“推荐”评级

公司具有覆盖全国的心内科医疗器械销售平台，器械业务维持较高增速，北京阳光招标的执行有望带来公司在京业务的大幅增长。如果少数股权收入于今年6月完成，预计公司2017年-2019年EPS分别为1.20元、1.70元、2.13元，对应PE分别为32/22/18倍；不考虑收购少数股权收购的影响，预计公司2017年-2019年EPS分别为1.18元、1.51元、1.89元，对应PE分别为32/25/20倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ 风险提示：耗材业务增长不及预期。

正文目录

一、	积极寻找增长点，公司多年持续高速增长.....	5
二、	心内科耗材业务：高增长细分领域，助力公司提高盈利能力.....	7
三、	医院配送业务：迎来新标执行，预计将有明显提升	10
四、	盈利预测与估值	13

图表目录

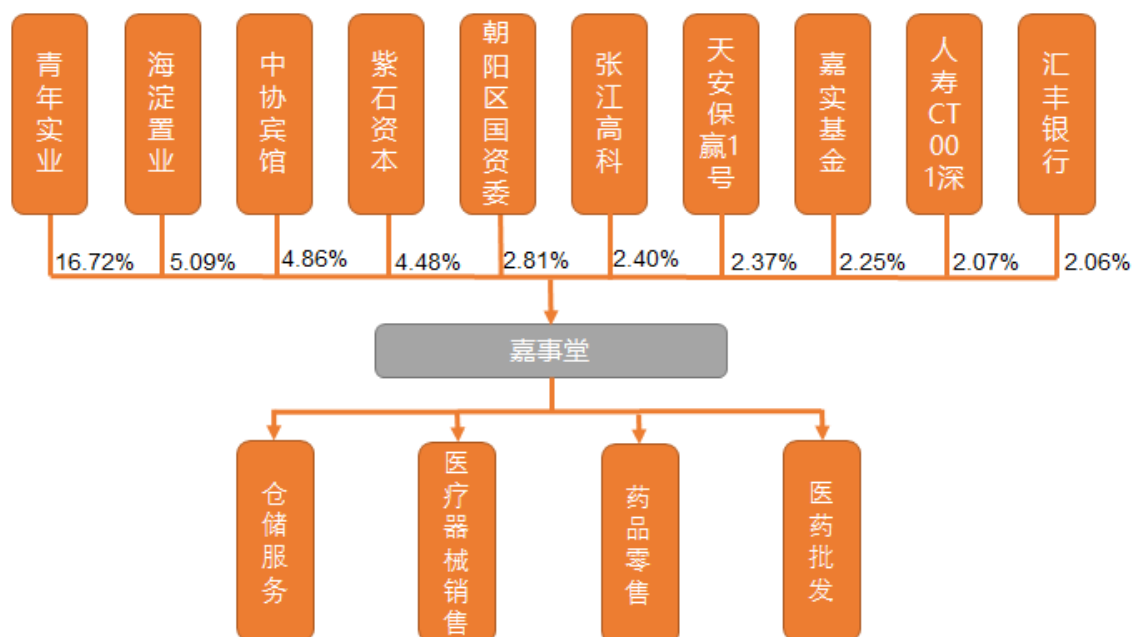
图表 1	公司股权结构图	5
图表 1	营业收入及增速	6
图表 2	公司净利润及增速	6
图表 3	各业务板块毛利占比	6
图表 4	各业务板块收入增速	6
图表 5	各业务板块毛利率变化	7
图表 6	三费率变化	7
图表 7	其他地区收入增速高于北京地区增速	7
图表 8	公司收入对北京的依赖越来越低	7
图表 9	中国心血管介入器械市场规模	8
图表 10	公司收购的主要医疗器械销售公司	8
图表 11	下属医疗器械子公司合计收入及净利润	9
图表 12	少数股东损益占比较高（单位：百万元）	9
图表 13	拟收购少数股权的 12 家医疗器械公司承诺净利润（单位：万元）	9
图表 14	公司药品配送业务历史	10
图表 15	2017 年是北京推进分级诊疗的关键年份	11
图表 16	《医药分开综合改革实施方案》实施后北京地区抽样医院门急诊量变动幅度	11
图表 17	首钢医院 GPO 项目收入	12
图表 18	首钢和鞍钢下属重要医院	12
图表 19	公司物流业务收入及增速	13
图表 20	公司物流业务毛利率	13
图表 21	公司主要板块收入预测	14

一、积极寻找增长点，公司多年持续高速增长

公司是北京地区五家基药配送商之一，同时也在积极扩展二级以上医院药品配送业务，搭建好覆盖全国 30 个省份的医疗器械营销网络，形成“北京医药”+“全国心内科耗材”的业务格局。2015 年，公司的收入规模在全国药品批发企业中名列第 21 位。

公司前五大股东中，除了紫石资本均为国有背景，合计持股占比 29.48%，第一大控股股东为团中央直属企业中国青年实业发展总公司，股权占比 16.72%。

图表1 公司股权结构图

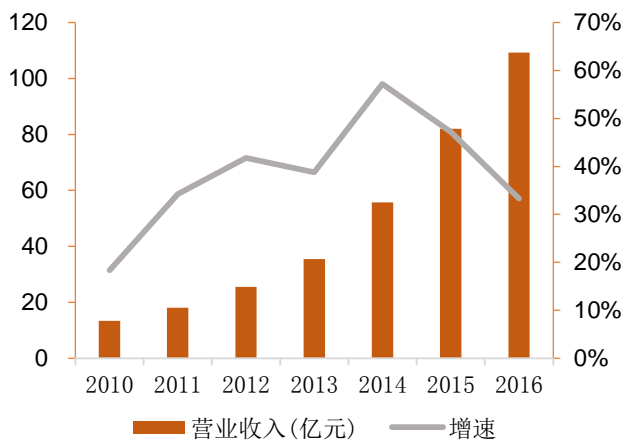


资料来源：wind，平安证券研究所

从 2010 年上市以来，公司营业收入维持高速增长。2010-2013 年，公司增长主要来源于持续开拓基层及二三级医院药品配送业务，从 2013 年开始布局全国医疗器械代理业务，成为公司营收高速增长的主要驱动力。2016 年公司收入达到 109 亿元，同比增长 33%。

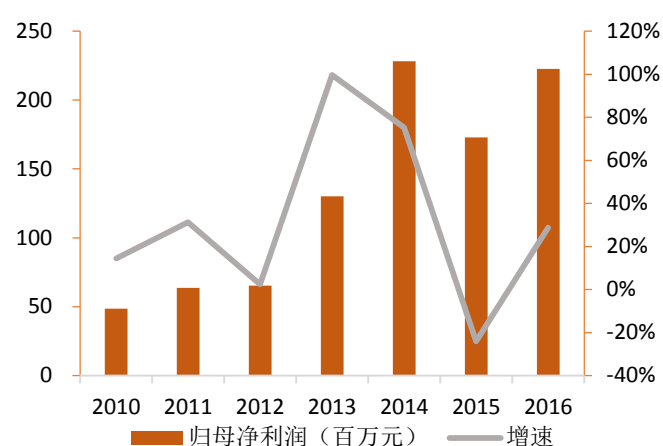
2013 年和 2014 年净利润较高，主要原因是公司处置可供出售金融资产中青旅股票损益使得非经常性损益增加所致。2016 年归属母公司净利润为 2.22 亿元，同比增长 29%。

图表1 营业收入及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

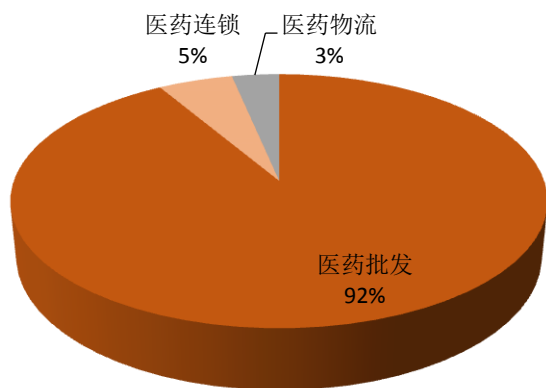
图表2 公司净利润及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

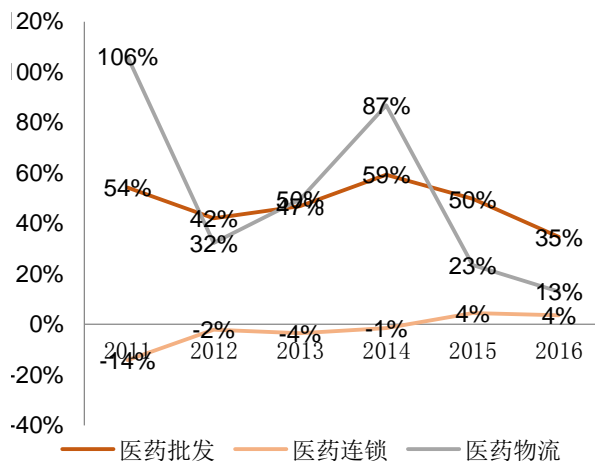
公司收入和毛利来源于医药批发、医药连锁和医药物流, 2015 年医药批发毛利占比为 91%, 是公司利润主要贡献板块。医药批发业务近几年维持高速增长, 2016 年增速为 35%; 医药连锁业务从前几年的负增长变为正增长, 2016 年增速为 4%; 医药物流 2016 年增速为 13%。

图表3 各业务板块毛利占比



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 各业务板块收入增速

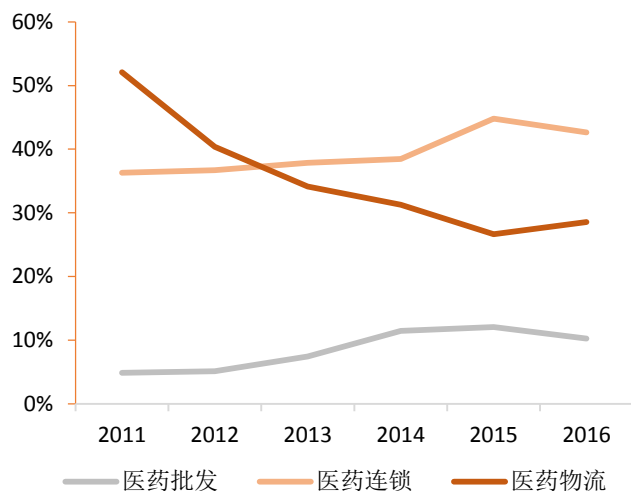


资料来源: wind, 平安证券研究所

2012 到 2015 年, 随着公司医疗器械业务占比的提高, 批发业务毛利率整体走高, 2016 年毛利率为 10.25%, 同比下降 1.85 个百分点; 医药连锁和医药物流毛利率同比维持稳定。

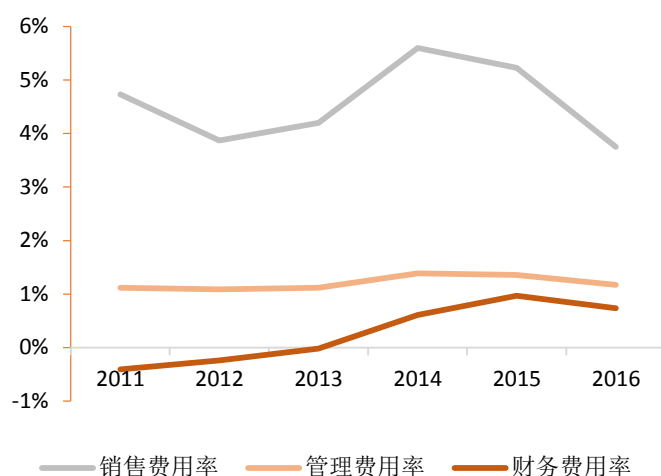
2016 年的三费率数据同比均有下降, 特别是销售费用率从 5.23% 下降到 3.74%, 费用控制良好。

图表5 各业务板块毛利率变化



资料来源: wind, 平安证券研究所

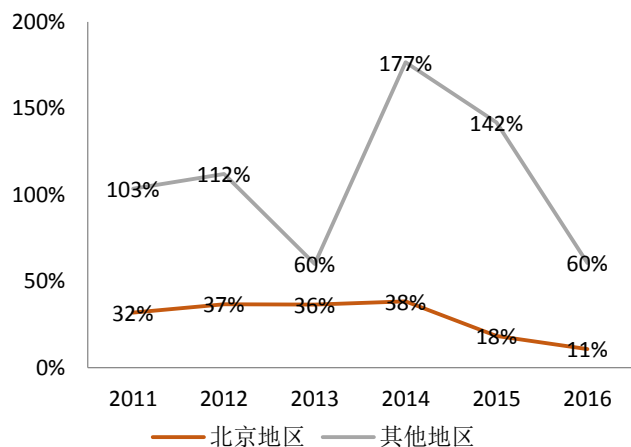
图表6 三费率变化



资料来源: wind, 平安证券研究所

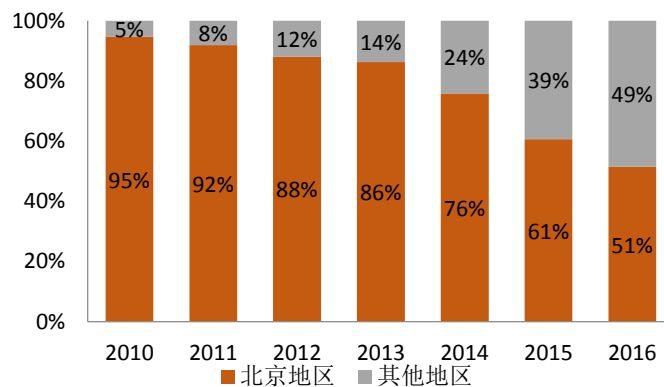
在 2010 年公司上市时,北京地区的收入占比为 95%,随着公司后续不断进行全国的医疗器械业务布局,公司在其他地区的收入占比逐年提高,2016 年,其他地区收入占比为 49%,公司对北京地区的依赖明显降低。

图表7 其他地区收入增速高于北京地区增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 公司收入对北京的依赖越来越低



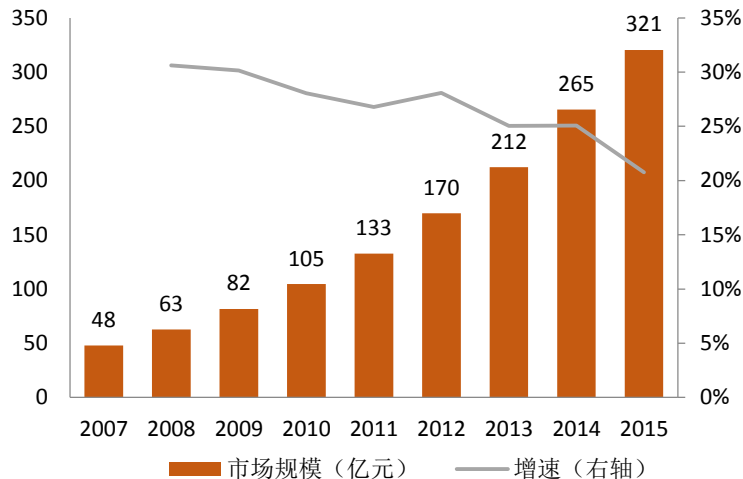
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

二、 心内科耗材业务: 高增长细分领域, 助力公司提高盈利能力

2015 年,我国心血管介入器械市场维持 20%以上的增速,远高于医药行业整体 8%的增速,是医药行业内难得的高增长细分领域。

公司从 2013 年开始布局心内科医疗器械营销渠道，公司主要销售强生、美敦力、德国百多力心脏电生理、起搏器等心内科产品。2016 年，公司医疗器械销售公司的客户覆盖 30 多个省市 900 多家三级医院，基本完成了医用高值耗材的全国销售渠道布局。2016 年公司下属医疗器械子公司合计收入约为 58 亿元，预计占全国心内科耗材市场 18% 的份额，是稀缺的覆盖全国 30 个省份的心内科高值耗材平台。

图表9 中国心血管介入器械市场规模



资料来源: wind, 平安证券研究所

2011 和 2012 年只有嘉事盛世一家医疗器械销售公司，2013 年开始在全国范围内收购医疗器械销售公司，公司的操作方式一般是公司和嘉事盛世各出资一部分，合计达到对被收购公司的控股地位，截止 2016 年底，公司公告收购的医疗器械销售公司合计为 22 家，子公司和下属孙公司的业务覆盖全国 30 个省份。

图表10 公司收购的主要医疗器械销售公司

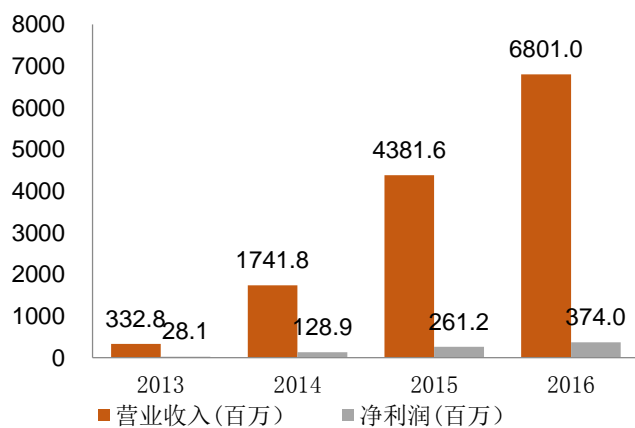
年份	被收购公司	收购比例	所属地区
2013 年 (5 家)	北京嘉事盛世医疗器械有限公司	51%	北京
	北京嘉事京西医疗器械有限公司	100%	北京
	上海嘉事明伦医疗器材有限公司	51%	上海、广州
	嘉事嘉成医疗器械武汉有限公司	51%	武汉、上海、长沙
	深圳嘉事康元医疗器械有限公司	51%	深圳、南京
2014 年 (10 家)	安徽嘉事谊诚医疗器械贸易有限公司	46%	安徽
	广州嘉事吉健医疗器械有限公司	46%	广州、上海、北京
	上海嘉事嘉意医疗器械有限公司	51%	上海
	重庆嘉事臻跃医疗器械有限公司	51%	重庆、北京、上海、成都、云南
	浙江嘉事杰博医疗器械有限公司	51%	浙江
	广州嘉事怡核医疗科技有限公司	51%	广州、上海
	四川嘉事馨顺和医疗器械有限公司	51%	四川、上海
	北京嘉事爱格医疗器械有限公司	46%	北京、上海
	广州嘉事百洲医疗器械有限公司	51%	广州、上海

	北京金康瑞源商贸有限公司	51%	北京
	安徽嘉事谊诚医疗器械贸易有限公司	36%	安徽
	广州嘉和上品医疗器械有限公司	100%	广州
2015年 (6家)	嘉事国润(上海)医疗科技有限公司	51%	上海
	上海嘉和诚康医疗器械有限公司	100%	上海
	北京嘉事德康医疗器械经营有限公司	51%	北京
	北京嘉事唯众医疗器械有限公司	51%	北京
2016年 (1家)	四川嘉事顺远宏医疗器械有限责任公司	100%	四川

资料来源：公司公告，平安证券研究所

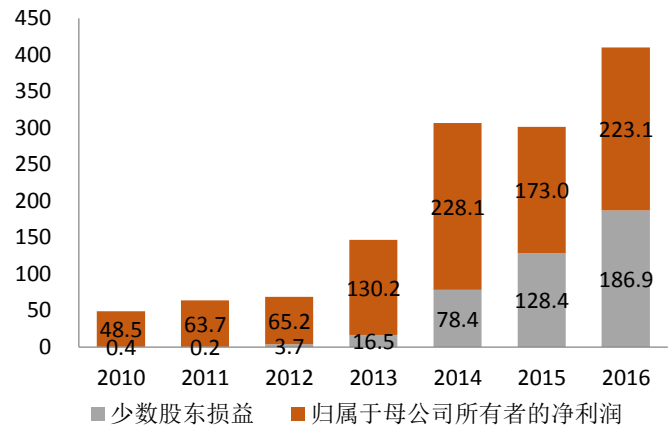
随着收购子公司的增加，公司医疗器械板块业务及利润增长迅速，2016年下属器械子公司收入合计达到68亿元，器械业务净利润达到3.74亿元，占公司净利润的91%。由于公司在收购医疗器械公司的时候采取与公司原股东共同持股，因此随着器械业务利润的增加，少数股东损益占比越来越高。

图表11 下属医疗器械子公司合计收入及净利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 少数股东损益占比较高(单位:百万元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

为了增强公司盈利能力，公司发行股份购买12家主要的医疗器械销售公司剩余部分股权，交易完成后，公司对各子公司的持股比例增加到75%。2016年，该12家公司承诺净利润合计为2.38亿元，此后每年按20.6%的增速递增，将为公司提供明显业绩贡献。

嘉事唯众和嘉事国润是医疗器械平台型公司，因此净利润率低于其他公司，医疗器械销售公司的净利润率在5%-9%之间，具有较强盈利能力。

图表13 拟收购少数股权的12家医疗器械公司承诺净利润(单位:万元)

单位:万元	2015年净利润率	2015	2016	2017	2018	2019
嘉事明伦	5.87%	2439	1950	1950	2300	2770
嘉事康元	5.34%	1502	2410	3000	3760	4700
嘉事嘉成	6.62%	687	910	1140	1310	1500
嘉事爱格	6.17%	814	1040	1310	1600	1890
嘉事馨顺和	6.88%	1458	2250	2745	3350	4090

嘉事杰博	5.67%	1861	2330	2680	3080	3550
嘉事嘉意	6.27%	1998	3060	3830	4790	6000
嘉事谊诚	7.42%	2034	3700	4630	5780	7230
嘉事盛世	8.91%	3298	2900	3630	4180	4800
金康瑞源	6.45%	599	780	900	1030	1190
嘉事唯众	2.42%	347	1340	1600	1930	2320
嘉事国润	1.98%	520	1150	1325	1560	1800
合计		17556	23820	28740	34670	41840
增速			35.68%	20.65%	20.63%	20.68%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、 医院配送业务：迎来新标执行，预计将有明显提升

《2012年北京市基本药物集中采购工作方案》中确定5家药品配送商，分别是华润医药、国控北京、嘉事堂、北京九州通、北京科园信海。与其它4家全国性药品批发商业龙头并列，证明了公司在北京地区稳固的行业地位。目前，公司配送区域包括北京市海淀区、石景山区、门头沟区、通州区、怀柔区、顺义区、房山区和延庆县社区8个区，在北京地区规模以上医院、基层医疗机构的覆盖率均超过95%。

2016年，北京市开始启动阳光招标采购，并于2017年4月份正式在全市执行新标，鉴于公司在北京地区扎实的根基，我们估计公司在新标中的配送份额将有大幅提升，公司在北京地区的业务也将体现出明显增长。据《2015年药品流通行业运行统计分析报告》，2015年北京的药品销售额约为986亿元，公司作为5家区域龙头之一，在北京的药品配送规模估计仅有40亿左右，具有很大提升空间。

图表14 公司药品配送业务历史



资料来源：公司公告，平安证券研究所

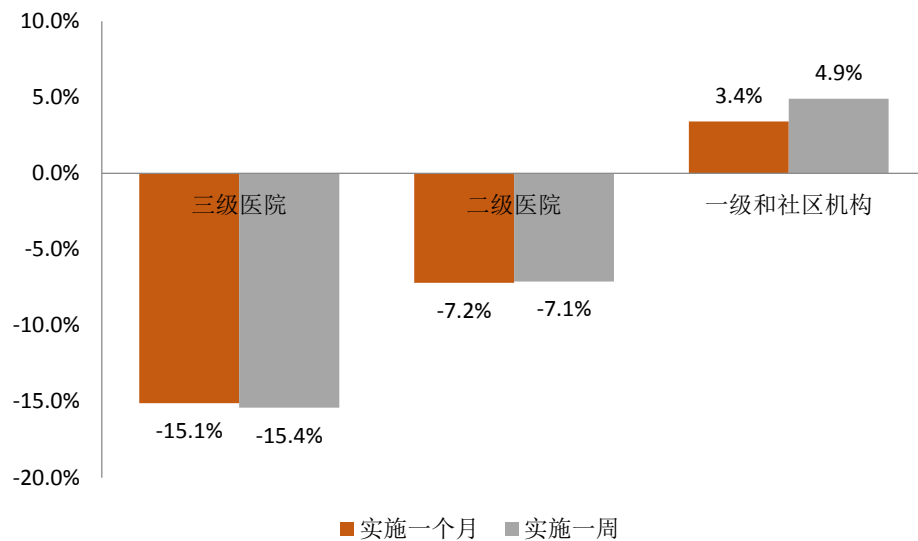
分级诊疗重构患者客流，利好社区医院配送商：2016和2017年是北京地区实施分级诊疗的政策执行年，北京市政府制定了多项措施，于2017年4月8日正式在全市推行，取得了显著效果，据抽样统计数据，三级医院门急诊量下降了约15%，二级医院下降约7%，一级及社区医疗机构增加了约4%，患者从二三级医院逐渐流向基层。公司的批发业务以基层配送起家，社区配送业务覆盖北京16个区中的8个，有望受益于基层患者的增加。

图表15 2017 年是北京推进分级诊疗的关键年份

政策	主要措施	时间节点
《北京市分级诊疗制度建设 2016-2017 年度重点任务》	2016 年启动 847 个医疗机构空白村建设	2017 年完成
	从 2016 年起对基层医疗卫生机构绩效工资总量上浮 20%	2016 年完成
	基层医疗卫生机构可以通过购买服务方式，聘请大医院医生或返聘退休医生到基层医疗机构工作	2016 年完成
	积极稳妥推进体现医务人员技术劳务价值的医疗服务项目价格规范工作	2017 年完成
《医药分开综合改革实施方案》	符合条件的患者在社区可享受 2 个月的长处方便利	2016 年试点，2017 年完成
	各区医联体制定四类慢病的转诊流程	2016 年完成
	取消药品加成、挂号费、诊疗费，设立医事服务费	2017 年 4 月 8 日起实施
	落实药品购销“两票制”	2017 年 4 月 8 日起实施
	推进医疗服务价格改革，首批选择 435 个项目进行价格规范	2017 年 4 月 8 日起实施

资料来源：政府网站，平安证券研究所

图表 16 《医药分开综合改革实施方案》实施后北京地区抽样医院门急诊量变动幅度



资料来源：新华社，央广网，平安证券研究所

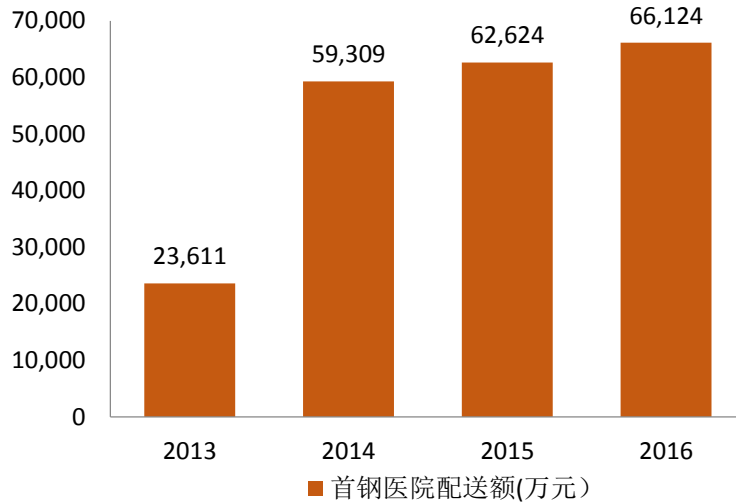
不断扩张外省市药品配送业务：公司的药品配送业务除了北京地区以外，在辽宁、安徽、四川、陕西，也都有药品配送业务，且依托于 GPO 项目或收购，仍在不断扩张。2015 年，公司依托 PBM 项目新开发了蚌埠和鄂州药品配送业务，陕西的西安北方医院也于 2017 年正式开展 GPO 合作。2017 年 3 月，公司收购成都蓉锦医药贸易有限公司，开拓了四川地区的药品配送业务。

公司 GPO 业务包括首钢总医院、鞍钢总医院、721 医院、核工业医院的药品、耗材项目。公司从 2013 年 6 月开始为首钢集团位于北京地区的医院进行 GPO 采购，2016 年该项目年收入达到 6.6 亿元。首钢和鞍钢集团下属医院较多，公司 GPO 业务有望扩展到这两个集团下的其他医院。

2016 年 6 月，公司与中航医疗签署战略合作协议，将和中航医疗全国所属医院进行药品 GPO 合作。截止 2013 年底，中航医疗拥有医疗机构 54 家（其中三级医院 9 家、二级医院 18 家、一级医院或

社区卫生机构 27 家)，分布于 19 个省 30 个市（县），总开放床位 1.3 万张。预计公司与中航医疗全国所属医院全部签订合同并执行后，将为公司增加年收入 12-16 亿元。

图表 17 首钢医院 GPO 项目收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 18 首钢和鞍钢下属重要医院

集团	下属医院	省份	级别	床位数	门诊量： 人次/日
首钢集团	北大首钢医院	北京	三级乙等	1006	2742
	首钢水钢总医院	贵州	三级	800	
	首钢矿山医院	河北	二级甲等	255	395
	首钢特殊钢寿康医院	北京	一级甲等	80	43
	首钢吉林柴油机厂职工医院	吉林	二级乙等	200	83
	首钢岷山机械厂职工医院	甘肃		100	170
	首钢第一线材厂职工医院	北京	一级甲等		
	首钢吉林柴油机厂职工医院	吉林	二级乙等		
	首钢红冶钢厂职工医院	北京	一级甲等		
	首钢庆华工具厂职工医院	黑龙江			
鞍钢集团	首钢五建总医院	陕西			
	烟台开发区首钢医院	山东			
	鞍钢总医院	辽宁	三级甲等	800	1180
	鞍钢铁西医院	辽宁	三级乙等	650	2000
	鞍钢东鞍山医院	辽宁	二级甲等	214	106
	鞍钢长甸医院	辽宁	三级乙等	500	1725
	鞍钢齐大山医院	辽宁	一级甲等	200	225

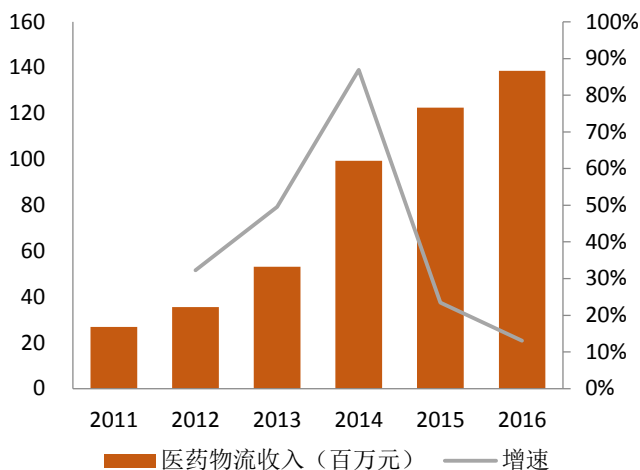
鞍钢劳动卫生研究所	辽宁	一级甲等	150	132
鞍钢立山医院	辽宁	三级乙等	600	1890
鞍钢曙光医院	辽宁	二级甲等	500	1474
鞍钢铁东医院	辽宁	三级甲等	800	1180
鞍钢弓长岭矿山医院	辽宁	二级甲等		
鞍钢大孤山矿医院	辽宁		100	82
鞍钢小岭子精神病医院	辽宁		340	54
鞍钢精神康复医院	辽宁			
鞍钢眼前山铁矿职工医院	辽宁			
鞍钢大连医院	辽宁			

资料来源: pharmnet

物流配套完善，支撑业务扩张：公司拥有位于北京通州区的嘉和嘉事物流以及位于石景山区的嘉事京西物流两大药品配送中心，以及 2016 年建成投入使用的北、上、广、皖、川五地器械物流中心，物流中心的建成为公司业务扩展提供了支撑。

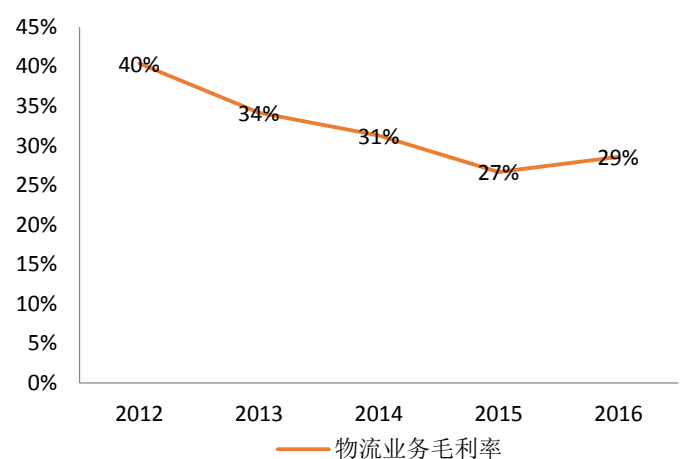
公司积极开展第三方药品和器械物流配送服务，目前有北京嘉和嘉事医药物流有限公司和安徽嘉和事兴医疗器械物流有限公司，前者主要是药品物流，后者主要是医疗器械物流。2016 年，公司物流业务收入 1.38 亿元，毛利率为 29%。成熟的物流公司具有较强盈利能力，嘉和嘉事的净利率维持在 24% 左右，远高于公司其他业务。

图表 19 公司物流业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表 20 公司物流业务毛利率



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

四、盈利预测与估值

公司具有覆盖全国的心内科医疗器械销售平台，器械业务维持较高增速，北京阳光招标的执行有望带来公司在京业务的大幅增长。如果少数股权收入于今年 6 月完成，预计公司 2017 年-2019 年 EPS 分别为 1.20 元、1.70 元、2.13 元，对应 PE 分别为 32/22/18 倍；不考虑收购少数股权收购的影响，预计公司 2017 年-2019 年 EPS 分别为 1.18 元、1.51 元、1.89 元，对应 PE 分别为 32/25/20 倍。

关键假设：

- 1、 医疗器械公司收入和净利润增速分别达到 25%、21%；
- 2、 成都蓉锦医药贸易有限公司完成业绩承诺；
- 3、 北京地区新标执行带来公司在京药品配送业务较大幅度提高。

图表 21 公司主要板块收入预测

单位：亿元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	55.72	82.00	109.72	144.20	184.06	229.64
增速	57.22%	47.16%	33.80%	31.42%	27.64%	24.76%
医药批发	52.99	79.35	106.86	141.06	180.55	225.69
增速	59.37%	49.75%	34.67%	32.00%	28.00%	25.00%
医药连锁	1.36	1.42	1.47	1.54	1.67	1.83
增速	-1.45%	4.41%	3.52%	5.00%	8.00%	10.00%
医药物流	0.99	1.23	1.39	1.60	1.84	2.11
增速	86.79%	24.24%	13.01%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：wind，平安证券研究所

风险提示：耗材业务增长不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	6355	8987	10896	13968
现金	796	1442	1840	2296
应收账款	4128	5558	6765	8635
其他应收款	32	39	52	62
预付账款	139	198	222	309
存货	1181	1669	1937	2586
其他流动资产	1260	1749	2017	2666
非流动资产	1024	1011	999	983
长期投资	2	2	2	2
固定资产	353	341	331	323
无形资产	38	43	46	49
其他非流动资产	632	625	620	610
资产总计	7380	9998	11895	14951
流动负债	4438	6101	6959	8915
短期借款	1697	2159	2558	2842
应付账款	2180	2970	3602	4607
其他流动负债	561	972	798	1466
非流动负债	6	418	764	994
长期借款	0	415	759	990
其他非流动负债	6	3	5	4
负债合计	4444	6519	7722	9909
少数股东权益	954	1201	1517	1913
股本	251	251	251	251
资本公积	737	737	737	737
留存收益	993	1290	1668	2142
归属母公司股东权益	1981	2277	2656	3130
负债和股东权益	7380	9998	11895	14951

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	116	-151	-258	27
净利润	410	296	378	474
折旧摊销	41	29	31	33
财务费用	81	46	56	53
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	-389	-770	-1039	-930
其他经营现金流	-25	247	316	396
投资活动现金流	-173	-32	-32	-32
资本支出	4	-32	-32	-32
长期投资	-3	0	0	0
其他投资现金流	-174	0	0	0
筹资活动现金流	316	829	689	461
短期借款	194	462	399	284
长期借款	0	415	344	231
普通股增加	11	0	0	0
资本公积增加	379	0	0	0
其他筹资现金流	-267	-48	-55	-54
现金净增加额	259	646	399	456

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10972	14419	18405	22963
营业成本	9774	12877	16450	20535
营业税金及附加	25	33	42	53
营业费用	410	548	699	873
管理费用	128	180	221	276
财务费用	81	46	56	53
资产减值损失	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
营业利润	545	724	927	1164
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	552	731	934	1171
所得税	142	188	240	301
净利润	410	544	694	870
少数股东损益	187	247	316	396
归属母公司净利润	223	296	378	474
EBITDA	654	800	1013	1250
EPS(元)	0.89	1.18	1.51	1.89

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	33.8	31.4	27.6	24.8
营业利润(%)	36.6	32.9	27.9	25.5
归属于母公司净利润(%)	29.0	32.8	27.7	25.3
获利能力				
毛利率(%)	10.9	10.7	10.6	10.6
净利率(%)	2.0	2.1	2.1	2.1
ROE(%)	14.0	15.6	16.6	17.2
ROIC(%)	15.2	15.6	16.3	16.4
偿债能力				
资产负债率(%)	60.2	65.2	64.9	66.3
净负债比率(%)	56.0	56.1	60.0	50.9
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.7	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	5.6	5.6	5.6	5.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.18	1.51	1.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	-0.60	-1.03	0.11
每股净资产(最新摊薄)	7.9	9.1	10.6	12.5
估值比率				
P/E	42.8	32.2	25.3	20.1
P/B	4.8	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	18.9	14.7	12.3	10.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033