

2015年06月24日
证券研究报告·调研报告

马应龙(600993) 医药生物

买入(首次)

当前价: 38.58元

目标价: 48.19元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

云起龙骧，秣马厉兵

投资要点

- **事件:** 日前,我们与马应龙高管就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **布局“肛肠健康云”,打造产业链闭环。**公司2013年成立互联网医疗事业部,积极推进“肛肠健康云”建设,通过“三梁六柱”的整体架构来实现产业链闭环;肛肠疾病天然具备慢病特性,“肛肠健康云”结合患者诊疗的六个阶段可以达到重度渗透;按照18岁以上肛肠类疾病51%的发病率,28%的就诊率推算,肛肠疾病待挖掘的就诊人群为4.92亿,市场空间巨大。
- **拟推出智能马桶盖终端,抢占用户入口。**公司拟推出智能马桶盖,智能终端设备可以作为抢占用户的入口,设备上有控制器,可以直接监测生命体征、统计清洗数量、甚至采集粪便样本,通过收集客户数据,监测客户行为指标,集成到APP等平台上,或植入“肛肠健康云”等平台,大数据将成为健康管理的重要组成部分;现有金玄痔科熏洗散产品可以配套智能马桶盖作为冲洗剂使用,可以达到清热解毒、消肿止痛、祛风燥湿的效果,适用于各种外痔、混合痔、痔嵌顿、肛门术后肿胀、疼痛等,保健与治疗皆适用,增长潜力巨大。
- **医疗服务稳扎稳打,立足专科,觊夺综合。**公司目前在华中、西北、华东、华北、东北等共有7家医院,近1000张床位,形成了在医疗服务领域的全国性重点区域布局;未来将打造“大专科小综合”的模式,西安医院已经开设了内科、口腔科、中医内科等综合科室。条件成熟后将向其他地区复制。围绕肛肠健康这一核心优势开展康复随诊、远程医疗、健康咨询等一系列医疗活动。
- **肛肠治疗领域第一品牌地位不可动摇。**公司在痔疮药品零售市场销售量占有率高达45%,稳居肛肠治疗领域第一品牌,品牌价值达到117亿元。
- **盈利预测与投资建议。**预测2015-2017年EPS分别为0.67、0.77和0.91元,对应PE分别为58倍、50倍和43倍。**我们认为:**公司作为肛肠健康领域绝对龙头,高层领导具互联网前瞻思维,积极推进肛肠健康云建设。鉴于公司当前主营业务稳定,肛肠健康云建设若顺利推进将打开公司估值天花板,未来发展潜力巨大。鉴于公司当前市值较小,存在价值重估空间,当前价格有较高安全边际,首次覆盖给予“买入”评级。目标市值160亿元,对应目标价48.19元/股。
- **风险提示:** 互联网业务或推进缓慢;主要品种或面临降价压力。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1620.80	1764.55	1926.70	2141.92
增长率	1.16%	8.87%	9.19%	11.17%
归属母公司净利润(百万元)	201.48	222.14	256.61	300.79
增长率	8.13%	10.26%	15.51%	17.22%
每股收益EPS(元)	0.61	0.67	0.77	0.91
净资产收益率ROE	11.32%	11.47%	12.09%	12.84%
PE	63	58	50	43
PB	7.53	6.92	6.31	5.72

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-50755297

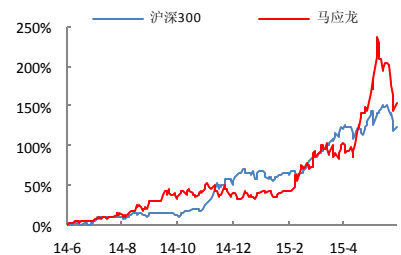
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.32
流通A股(亿股)	3.31
52周内股价区间(元)	15.04-52.52
总市值(亿元)	127.92
总资产(亿元)	22.23
每股净资产(元)	4.96

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1. 布局“肛肠健康云”，打造产业链重度闭环	1
2. 智能终端抢占用户入口	2
3. 医疗服务稳扎稳打，立足专科，觊夺综合	3
4. 肛肠治痔领域第一品牌	5
5. 创意营销铸就一流品牌价值	7
6. 盈利预测与投资建议	8
7. 风险提示	8

图 目 录

图 1: 肛肠健康云“三梁六柱”.....	1
图 2: 肛肠健康云推广.....	1
图 3: 肛肠健康云六阶段.....	2
图 4: 智能马桶盖.....	3
图 5: 金玄痔科熏洗散.....	3
图 6: 公立医院与民营医院比较.....	4
图 7: 大专科小综合.....	4
图 8: 2013 年 7 月痔疮类产品零售端竞争格局.....	5
图 9: 马应龙麝香痔疮膏市场份额变化.....	5
图 10: 马应龙麝香痔疮栓市场份额变化.....	5
图 11: 马应龙痔疮消炎片市场份额变化.....	5
图 12: 马应龙创意视频传播模式.....	7
图 13: 马应龙社会化口碑传播规划.....	7
图 14: 马应龙微博矩阵.....	7

表 目 录

表 1: 公司医院情况.....	3
表 2: 公司主要产品医保等情况.....	6
表 3: 公司主要产品用药成本比较.....	6
表 4: 可比上市公司盈利预测.....	8
附表: 财务预测与估值.....	9

1. 布局“肛肠健康云”，打造产业链重度闭环

公司在 2010 年即开始布局“肛肠健康云”，意图打造肛肠产业链。2013 年成立“互联网医疗事业部”，积极推进“肛肠健康云”的建设，进度还会进一步加快，最终目标是依托“肛肠健康云”实现产业链闭环。

“肛肠健康云”整体架构可以概括为“三梁六柱”。三梁指：1、私有云；2、业务调度中心；3、用户界面层（如：小马医疗 APP 等）三大核心架构。六柱指：1、医院端收费、挂号；2、客户关怀；3、医生端的健康咨询、用药指南、门诊预约、专家点诊；4、面向医生的专业社交圈；5、针对患者的病层模型；6、自我健康管理体系六大衍生应用。

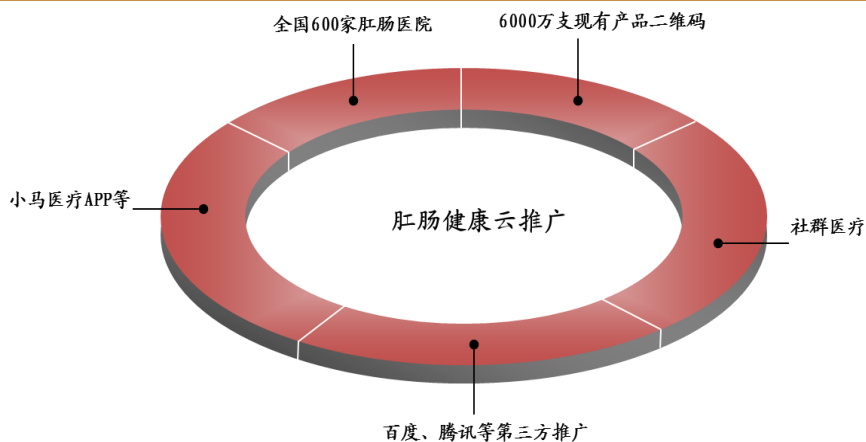
图 1：肛肠健康云“三梁六柱”



数据来源：西南证券

“肛肠健康云”推广计划主要以学术推广为主，与全国 600 家肛肠医院分批对接，品牌优势可以递延，依靠受众影响力，实现口碑传播；公司每年销售 6000 万支麝香痔疮膏，后期在包装盒上印二维码，将成为非常快的推广渠道；公司还将借助第三方推广，如与百度腾讯合作，达到引流效果；入驻医院的病人都使用小马医疗 APP 页面；启动社群医疗项目，面向武汉社区推广。总之，对“肛肠健康云”平台的推广是立体化的多维推广。

图 2：肛肠健康云推广



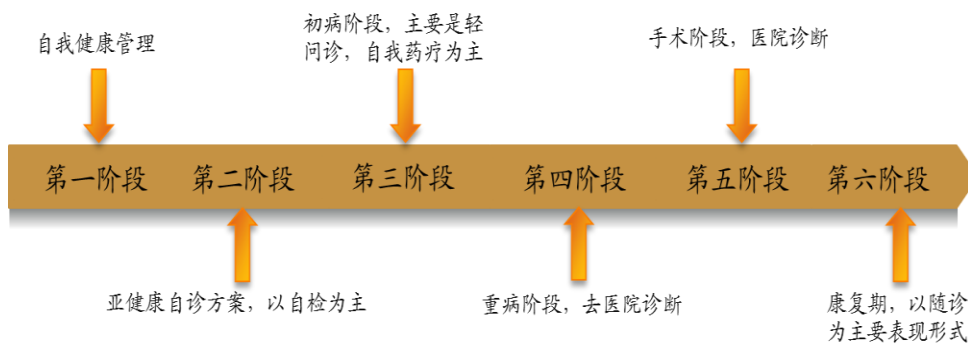
数据来源：西南证券

肛肠疾病天然具有慢病特征，打造重度闭环是可行的，患者在马应龙平台上，从提供自检方案开始，自检结果出来后有多种商业模式可供探索，最直接的应用就是引流，可以向外引流，也可以向内引流。向内引流就和马应龙自己的肛肠医院形成了一个小闭环。

在肛肠端达到了基本的集合能力后，再向胃肠延伸，这是顺理成章的，如此，肛肠健康的外延可以得到有效扩展。

目前患者的诊疗主要有六个阶段：第一阶段是自我健康管理；第二阶段是亚健康自诊方案，以自检为主，辅以保健食品的使用；第三阶段是初病阶段，主要是轻问诊，自我药疗为主；第四阶段是重病阶段，去医院诊断；第五阶段是手术阶段；第六阶段是康复期，以随诊为主要表现形式。公司力图实现全程管理，以云挂号等形式提高患者黏性。

图 3: 肛肠健康云六阶段



数据来源：西南证券

“肛肠健康云”市场空间广阔。肛肠类疾病在 18 岁以上人群中的发病率是 51%，而其中 72% 不就诊，潜力巨大。就诊率低的原因一方面是患者个人隐私的考虑，另一方面是患者意识不到肛肠问题对健康的潜在负面影响。通过肛肠健康云平台，患者可以自检，从而保护了个人隐私，而通过患者教育，可以提高患者就诊意识。

第六次人口普查结果显示，我国人口数量 13.4 亿，其中 18 周岁以上人口占总人口的比例是 83%，据 51% 的发病率推算，肛肠类疾病患者的数量为 6.83 亿人，其中 72% 不就诊，意味着 4.92 亿人口是目标人群。平台的价值举个简单的例子，现在引流成本百度平均是 100 元/人，据此推算，单这一块的理论市场空间就达到 492 亿元，若提供更多增值服务，则市场空间不可限量。

2. 智能终端抢占用户入口

公司拟推出马应龙自己的智能终端设备--马桶盖，智能终端设备可以作为抢占用户的入口，可以直接监测生命体征、统计清洗数量、甚至采集粪便样本，通过传感器收集客户数据，监测客户行为指标，将数据集集成到移动 APP 等平台上，或植入“肛肠健康云”等其他大平台，我们认为大数据将成为健康管理的重要组成部分。

智能终端设备初期的盈利模式为出售设备的收入，后期可以赠送设备，而主要靠冲洗耗材来获取长期稳定利润。目前在西安医院。已经开始销售马桶盖，后续将向其他马应龙医院推广并进一步扩展到全国其他医院。

公司已经和相关设备公司进行了股权上的合作，如拥有水泵核心技术的地尔汉宇，其主要产品售价为 2 万元/个，销量较好。西安医院已经开始初步销售，其销售的是喜之郎智能马桶盖，售价为 1680 元/个。公司现有的金玄痔科熏洗散产品可以配套智能马桶盖作为冲洗剂使用，可以达到清热解毒、消肿止痛、祛风燥湿的效果，适用于各种外痔、混合痔、痔嵌顿、肛门术后肿胀、疼痛等，预计该品种增长潜力巨大。

图 4：智能马桶盖


数据来源：公开资料，西南证券

图 5：金玄痔科熏洗散


数据来源：公开资料，西南证券

3. 医疗服务稳扎稳打，立足专科，觊夺综合

公司目前旗下有 7 家医院，主要有自建和收购两种模式。自建有 2 家，分别是武汉马应龙（105 张床位）和南京马应龙（80 张床位）。收购的有北京马应龙（260 张床位）、西安马应龙（300 张床位）、沈阳马应龙（100 张床位）、大同马应龙（50 张床位）和宁波江北马应龙（80 张床位）。其中马应龙北京医院成为全国唯一民营三甲肛肠专科医院，西安医院是公司旗下最大的医院，也是西北地区规模最大、影响力最大的肛肠专科医院。

表 1：公司医院情况

名称	建立方式	出资额	持股比例	床位数	医保&新农合
武汉马应龙中西医结合肛肠医院	自建	3000 万	100%	105	医保、新农合
南京马应龙中医医院	自建	1795 万	100%	80	医保
北京马应龙长青肛肠医院	收购	1460 万	98.65%	260	医保、新农合
西安马应龙肛肠医院	收购	1000 万	100%	300	医保、新农合
沈阳马应龙兴华肛肠医院	收购	300 万	100%	100	医保、新农合
大同马应龙肛肠医院	收购	156 万	60%	50	医保、新农合
宁波江北马应龙博爱医院	收购	1500 万	70%	80	医保、新农合

数据来源：公司公告，西南证券

公司当前在医院这块不会盲目扩张，现阶段民营医院比较烧钱，前期经营压力非常大，马应龙作为一家相对比较保守的公司，将是稳扎稳打为主。重点是布局优先，技术上实现积累以及团队的培育。而未来医院的主体格局会是：基础服务由基层医疗来提供，基层医疗起重要作用，基层治疗未达到预期情况下才转诊。

图 6: 公立医院与民营医院比较

项目	公立医院	民营医院
开办审批	优先考虑	较多限制
执业范围	综合性、专科	多为专科
用地规划	审批容易	审批繁琐
税收	免税	营业税、所得税等
能源价格	水电气热均享受价格优惠	按市价收取
价格政策	药品和服务执行国家定价	服务价格自主确定
医保定点、转诊等	优先纳入	审批较严
医疗合作报销	较完善	配套政策不完善
人才环境	学术和职称晋升通道通畅	晋升不通畅、关系不稳定
设备配置	大型设备申请容易	大型设备申请不易
公共服务	政府公共服务主要承担者	政府较少采购
声誉	较好	参差不齐

数据来源: HCIC, 西南证券

马应龙未来将打造以专科为特色的小综合医院，形成“大专科小综合”的模式。如西安医院已经开设了内科、口腔科、中医内科等综合科室，样板成熟后将向其他地区复制。围绕肛肠健康这一核心优势开展康复随诊、远程医疗、健康咨询等一系列医疗活动。

图 7: 大专科小综合

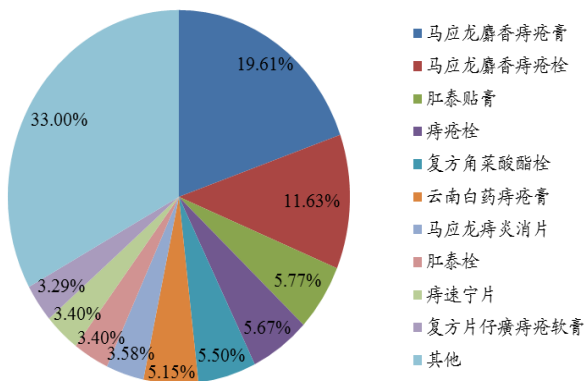

数据来源: 西南证券

4. 肛肠治疗领域第一品牌

公司历经四百多年历史，马应龙品牌表现出旺盛的生命力和朴实的文化积淀。公司在竞争中取得优势关键在于聚焦肛肠及下消化道领域，深耕利基市场，形成了品牌、品质、价格、服务等多方面的竞争优势。

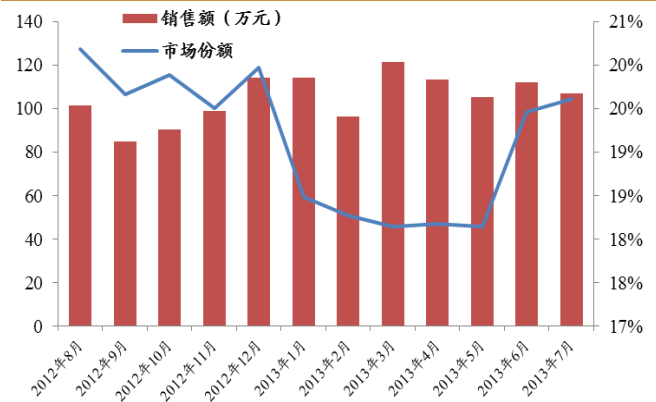
公司聚焦核心优势领域，不断升级和优化肛肠类产品结构，形成定位差异化、功能互补化、剂型多样化的系列化产品，据中康资讯最新市场调研数据表明，马应龙在痔疮药品零售市场销售量的占有率达45%，稳居肛肠治疗领域第一品牌。在世界品牌实验室、世界经理人周刊联合评估的2014年“中国最具价值品牌500强”排行榜中，马应龙名列第184位，品牌价值达到了117亿元。

图 8：2013 年 7 月痔疮类产品零售端竞争格局



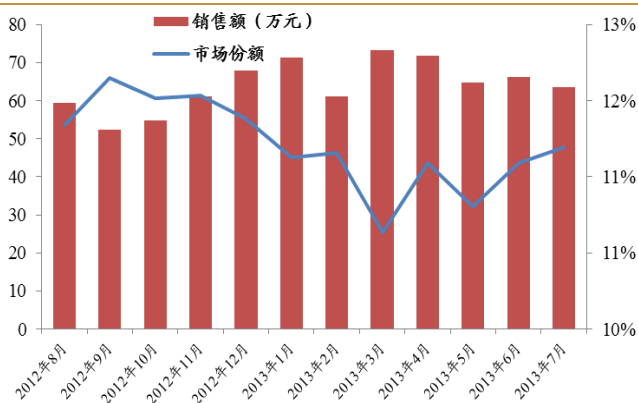
数据来源：健康网，西南证券

图 9：马应龙麝香痔疮膏市场份额变化



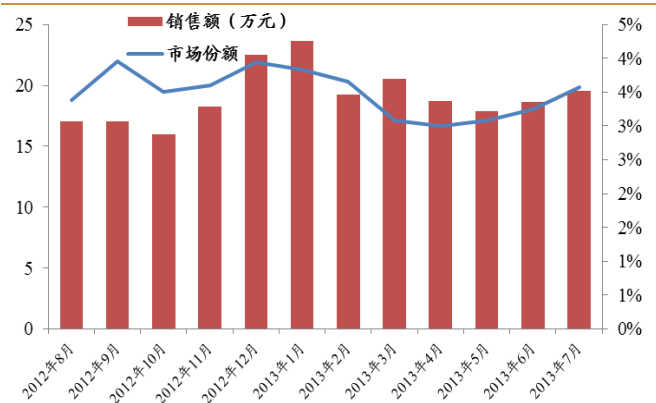
数据来源：健康网，西南证券

图 10：马应龙麝香痔疮栓市场份额变化



数据来源：健康网，西南证券

图 11：马应龙痔疮消炎片市场份额变化



数据来源：健康网，西南证券

公司眼药制作技艺获评国家级非物质文化遗产，公司八宝组方为独家配方，已衍生出马应龙麝香痔疮膏、痔疮栓、龙珠软膏、八宝眼霜等多种产品，公司主导产品在质量、疗效、安全性、经济性等方面具有显著优势。公司有 15 个品种入选国家基本药物目录，其中马应龙麝香痔疮膏为基药独家品种，27 个品种进入国家医保目录，其中马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、龙珠软膏、八宝眼霜是独家品种。

表 2: 公司主要产品医保等情况

类型	品种
国家医保	三七片、龙珠软膏、麝香痔疮栓、马应龙麝香痔疮膏、鸦胆子油口服乳液、马应龙八宝眼膏、红霉素软膏、红霉素眼膏、红霉素肠溶片、盐酸林可霉素片、磺胺嘧啶片、诺氟沙星胶囊、甲硝唑栓、克霉唑栓、利巴韦林片、吡哌美辛栓、复方甘草口服溶液、开塞露（甘油）、聚乙二醇 4000 散、地奥司明片、林旦软膏、水杨酸软膏、哈西奈德软膏、尿素软膏、尿素乳膏、氧化锌软膏
国家基药	麝香痔疮膏、甲硝唑栓、红霉素眼膏、红霉素软膏、复方甘草口服溶液、尿素软膏、吡哌美辛酸、开塞露（含甘油）、尿素乳膏、水杨酸软膏、红霉素肠溶片、诺氟沙星胶囊、克霉唑栓、磺胺嘧啶片、聚乙二醇 4000 散
省级医保	硫酸吗啡栓、金玄痔科熏洗散、麝香祛痛搽剂、痔疮消片

数据来源: 公司公告, 西南证券

公司一直注重优化调整销售中心的功能定位, 通过进一步整合集团体系下的产业资源, 强化对集团产业链资源的利用, 以巩固提升肛肠领域的领导地位, 推动渠道整合, 强化渠道掌控能力, 提高终端产出质量, 提升销售规模和人均产出水平。

治疗类产品中, 各类药品在疗效上并没有太大区别, 但价格参差不齐, 马应龙痔疮类产品日均用药成本明显低于同类品种, 这对于高发病、易复发的慢性病而言, 性价比高的产品存在较强的竞争优势, 尤其是马应龙这样的龙头企业, 具有较高的护城河。

表 3: 公司主要产品用药成本比较

药品名	生产企业	规格	零售价格	日用药成本
马应龙痔疮膏	马应龙	10g	8	1.6
云南白药痔疮膏	云南白药	1.5g*6 支	26.8	5.95
葵花熊胆痔灵膏	葵花药业	10g	12.5	2.5
太宁	西安杨森	10g	17.5	3.5
荣昌肛泰软膏	荣昌制药	10g	14.2	2.84
马应龙痔疮栓	马应龙	6 粒	11.5	3.83
马应龙痔疮栓	马应龙	12 粒	22.5	3.75
九华痔疮栓	江西九华药业	5 粒	15.5	6.2
敬修堂化痔栓	广州敬修堂药业	10 粒	13	2.6
太宁栓剂	西安杨森	6 枚	16.5	5.5
熊胆痔灵栓	葵花药业	6 粒	13.9	4.63
修正痔疮栓	通药制药	6 粒	17.6	5.87

数据来源: HCIC, 西南证券

5. 创意营销铸就一流品牌价值

马应龙作为一个百年品牌，相比其他药企，营销预算较低，预算不足导致品牌提升难以施展拳脚，终端配合不利就浮于表面。

在互联网时代下，马应龙人思考如何让有限的预算产生尽量多的增值传播效果，优化媒介组合。公司将宣传资源重点向网络媒体和销售终端倾斜，贯彻增值传播理念，目前在内容营销领域有新的突破，形成了以增值传播为目的的马应龙网络宣传模式，并取得了极佳的效果。部分创意视频阅读量超过 5000 万，提升了品牌价值。

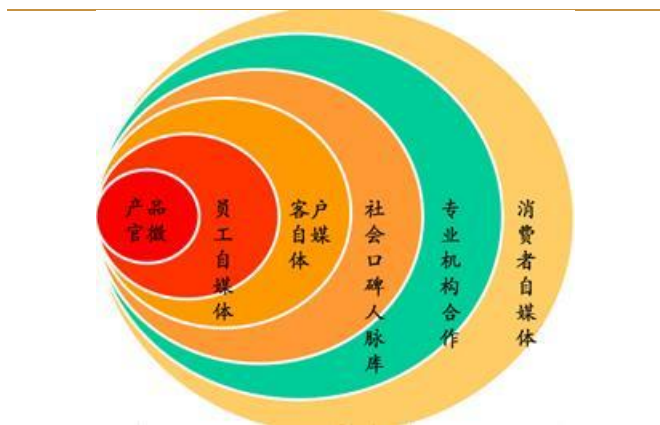
图 12: 马应龙创意视频传播模式



数据来源:《创意视频在营销传播中的应用》，西南证券

除了创意视频传播之外，公司形成了产品官微、员工自媒体、客户自媒体、社会口碑人脉、专业机构合作、消费者自媒体的社会化口碑传播规划；诞生了子公司官微、产品官微、领导人官微、员工自媒体和集团官微交相辉映的微博矩阵。公司借助互联网的理论，大大提高了马应龙品牌的知名度，有效提升了品牌价值。

图 13: 马应龙社会化口碑传播规划



数据来源:《创意视频在营销传播中的应用》，西南证券

图 14: 马应龙微博矩阵



数据来源:《创意视频在营销传播中的应用》，西南证券

6. 盈利预测与投资建议

我们预测 2015-2017 年 EPS 分别为 0.67 元、0.77 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 58 倍、50 倍和 43 倍。我们认为：公司作为肛肠健康领域绝对龙头，高层领导具互联网前瞻思维，积极推进肛肠健康云建设。鉴于公司当前主营业务稳定，肛肠健康云建设若顺利推进将打开公司估值天花板，未来发展潜力巨大，当前市值较小，存在价值重估的空间。2015 年预计净利润 2.22 亿元，行业可比公司 6 月 23 日平均市盈率为 52 倍，而计算机服务板块平均市盈率为 138 倍，考虑公司积极布局互联网业务理应在传统估值基础上享受更高溢价，当前价格具有较高安全边际，首次覆盖给予“买入”评级，第一目标市值 160 亿元，对应目标价为 48.19 元/股。

表 4: 可比上市公司盈利预测

公司	股价	EPS(元)			PE (倍)		
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
九芝堂	39.33	0.83	1.01	1.02	47	39	39
同仁堂	39.60	0.58	0.66	0.78	68	60	51
片仔癀	71.26	2.73	1.27	1.55	65	56	46
均值					60	52	45

数据来源: Wind, 西南证券, 最新股价为 6 月 23 日收盘价

7. 风险提示

互联网业务或推进缓慢；主要品种或面临降价压力。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1620.80	1764.55	1926.70	2141.92	净利润	192.27	211.99	244.88	287.05
营业成本	943.31	1009.48	1086.80	1188.43	折旧与摊销	39.36	30.54	31.88	32.54
营业税金及附加	15.51	16.88	18.43	20.49	财务费用	-11.37	0.43	-2.19	-2.69
销售费用	356.47	388.09	423.75	471.08	资产减值损失	2.52	3.00	3.00	3.00
管理费用	117.28	127.68	139.42	154.99	经营营运资本变动	-166.97	-46.44	-49.66	-65.10
财务费用	-11.37	0.43	-2.19	-2.69	其他	55.86	-13.21	-25.65	-24.40
资产减值损失	2.52	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	111.67	186.31	202.25	230.40
投资收益	16.71	20.00	20.00	20.00	资本支出	-43.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.46	1.46	1.46	1.46	其他	-157.04	35.07	21.46	21.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-200.89	35.07	21.46	21.46
营业利润	215.25	240.44	278.95	328.07	短期借款	27.50	-67.50	0.00	0.00
其他非经营损益	7.09	9.62	9.21	8.99	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	222.34	250.06	288.16	337.06	股权融资	-3.22	0.00	0.00	0.00
所得税	30.07	38.07	43.28	50.01	支付股利	-56.37	-60.95	-67.20	-77.63
净利润	192.27	211.99	244.88	287.05	其他	3.71	-1.60	2.19	2.69
少数股东损益	-9.21	-10.15	-11.73	-13.75	筹资活动现金流净额	-28.38	-130.06	-65.01	-74.94
归属母公司股东净利润	201.48	222.14	256.61	300.79	现金流量净额	-117.38	91.32	158.69	176.92
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	680.89	772.21	930.90	1107.82	成长能力				
应收和预付款项	604.66	644.16	707.83	786.32	销售收入增长率	1.16%	8.87%	9.19%	11.17%
存货	235.98	251.94	271.34	296.83	营业利润增长率	6.10%	11.70%	16.01%	17.61%
其他流动资产	120.99	112.29	117.82	125.17	净利润增长率	8.21%	10.26%	15.51%	17.22%
长期股权投资	100.02	100.02	100.02	100.02	EBITDA 增长率	7.91%	11.58%	13.71%	15.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	307.75	284.92	260.76	235.93	毛利率	41.80%	42.79%	43.59%	44.52%
无形资产和开发支出	47.34	44.42	41.49	38.56	三费率	28.53%	29.25%	29.12%	29.10%
其他非流动资产	88.02	83.23	78.44	73.65	净利率	11.86%	12.01%	12.71%	13.40%
资产总计	2185.65	2293.18	2508.61	2764.31	ROE	11.32%	11.47%	12.09%	12.84%
短期借款	67.50	0.00	0.00	0.00	ROA	8.76%	8.80%	9.24%	9.76%
应付和预收款项	318.45	337.31	367.68	404.27	ROIC	18.96%	19.38%	21.67%	24.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.01%	15.38%	16.02%	16.71%
其他负债	100.94	107.25	114.63	124.33	营运能力				
负债合计	486.89	444.56	482.31	528.60	总资产周转率	0.77	0.79	0.80	0.81
股本	331.58	331.58	331.58	331.58	固定资产周转率	7.21	7.18	7.78	9.09
资本公积	117.36	117.36	117.36	117.36	应收账款周转率	8.29	8.82	8.82	8.86
留存收益	1120.33	1281.52	1470.92	1694.08	存货周转率	4.47	4.13	4.14	4.18
归属母公司股东权益	1570.44	1730.45	1919.85	2143.02	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	113.21%	—	—	—
少数股东权益	128.32	118.17	106.44	92.70	资本结构				
股东权益合计	1698.76	1848.62	2026.30	2235.71	资产负债率	22.28%	19.39%	19.23%	19.12%
负债和股东权益合计	2185.65	2293.18	2508.61	2764.31	带息债务/总负债	13.86%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.45	4.11	4.30	4.47
					速动比率	2.95	3.52	3.73	3.90
					股利支付率	27.98%	27.44%	26.19%	25.81%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	243.24	271.41	308.63	357.92	每股收益	0.61	0.67	0.77	0.91
PE	63.49	57.59	49.85	42.53	每股净资产	5.12	5.58	6.11	6.74
PB	7.53	6.92	6.31	5.72	每股经营现金	0.34	0.56	0.61	0.69
PS	7.89	7.25	6.64	5.97	每股股利	0.17	0.18	0.20	0.23
EV/EBITDA	49.69	43.95	38.13	32.39					
股息率	0.44%	0.48%	0.53%	0.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631295

18611796242

zja@swsc.com.cn

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lhx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn