

众生药业 (002317)

2015年8月10日

内生外延并进，战略合作添翼 增持(维持)

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

投资要点

■ **主营业务稳健:** 2015年上半年,公司实现营业收入7.53亿元,同比增长19.87%,实现归属于上市公司股东的净利润1.49亿元,同比增长27.45%,实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.47亿元,同比增长26.45%。

■ **分产品增长态势良好,化学药销售提升:** 2015年上半年,公司实现主营业务收入7.39亿元,同比增加18.18%,其中中成药销售实现营业收入5.38亿元,同比增加9.49%,化学药销售实现营业收入1.09亿元,同比增加20.11%,中药饮片销售实现营业收入4186.11万元,同比增加49.31%。

■ **收购先强药业:** 公司拟以人民币12.70亿元收购先强药业97.69%股权。本次交易完成后,公司将充分发挥与先强药业在战略、管理、营销、研发等方面的协同效应,进一步扩充公司产品线,快速切入抗病毒类、抗生素类、产科类等化学药领域,加强心脑血管类、糖尿病慢性并发症化学药品领域的深入布局,同时通过重点推动公司与先强药业在营销模式和研发模式的共享和互补,最终为公司创造更大的投资价值。

■ **携手上海药明康德开展创新药物研发:** 公司与上海药明康德新药开发有限公司签订战略合作协议,共同进行1.1类小分子化学创新药的研发,研发项目聚焦于公司核心治疗领域:眼科、肿瘤、心脑血管及糖尿病等。公司与药明康德的战略合作,将充分发挥各自优势,强强联合,优势互补,以实现双方在新药研发领域上的合作共赢。

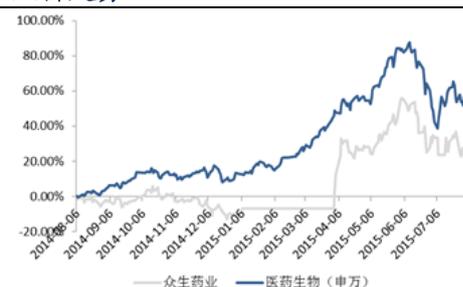
■ **携手杏树林打造移动医疗平台:** 公司与杏树林为顺应“互联网+”的趋势,拟结合公司在传统领域的线下优势和杏树林在移动互联网领域的技术优势,形成互补,依托杏树林“病历夹”、“云学院”APP,共同建设及推广以“众生眼科云学院”为代表的杏树林移动医疗平台,建立符合中国现阶段处方药推广和医生关系管理要求的创新模式。

■ **盈利预测:** 我们预测众生药业(002317)2015-2018年营业收入分别为16.7亿、19.5亿、22.4亿和25.8亿元,归属母公司净利润分别为3.0亿、3.9亿、5.1亿和6.7亿元。折合2015-2018年EPS分别为0.81、1.06、1.38和1.83元,对应动态市盈率分别为38.4、29.4、22.7和17.1倍。

■ **投资评级:** 公司主产品销售稳健,并购先强药业拓宽产品线,增加业绩弹性,与杏树林合作,积极布局“互联网+”,与上海药明康德合作,为公司长远发展奠定产品基础。考虑到2015年益康中药、凌晟药业有望实现恢复性增长,我们维持公司“增持”评级。

■ **风险提示:** 政策风险、招标降价风险、整合效果低于预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.24
一年最低/最高价	18.95/37.01
市净率	5.33
流通A股市值(百万元)	6694

基础数据

每股净资产(元)	5.30
资产负债率(%)	37.64%
总股本(百万股)	369
流通A股(百万股)	237

相关报告

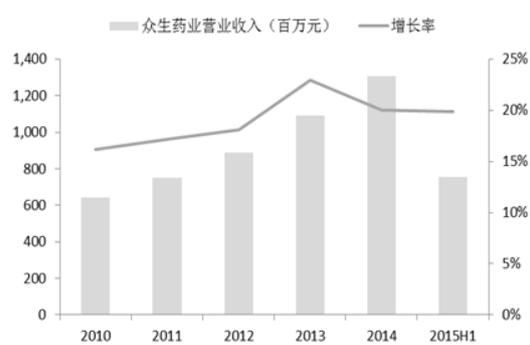
调研报告——众生药业	2014.03.14
中报点评——众生药业	2013.08.07

1. 业绩稳健增长

2014 年公司实现营业收入 13.09 亿元，同比增长 20.04%，实现营业利润 2.41 亿元，同比增长 15.05%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.25 亿元，同比增长 19.64%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.19 亿元，同比增长 21.67%。

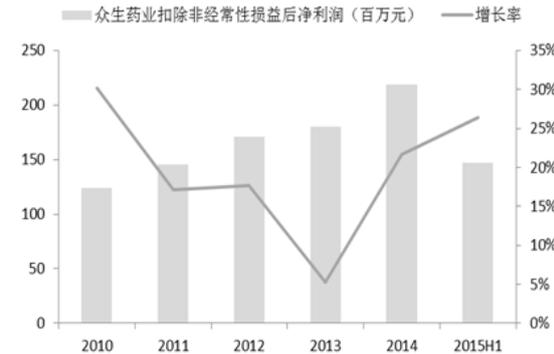
2015 年上半年，公司实现营业收入 7.53 亿元，同比增长 19.87%，实现营业利润 1.68 亿元，同比增长 25.97%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.49 亿元，同比增长 27.45%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.47 亿元，同比增长 26.45%。

图表 1: 2010-2015H1 众生药业 (002317) 营业收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

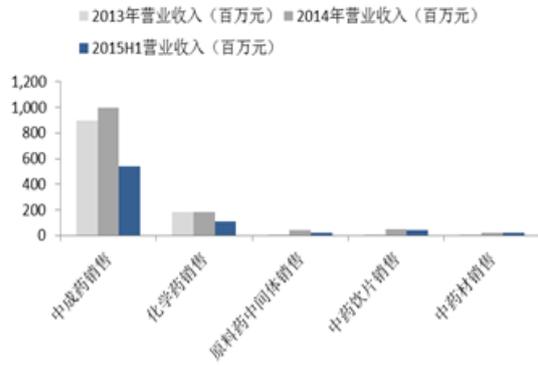
图表 2: 2010-2015H1 众生药业 (002317) 扣除非经常性损益后净利润及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

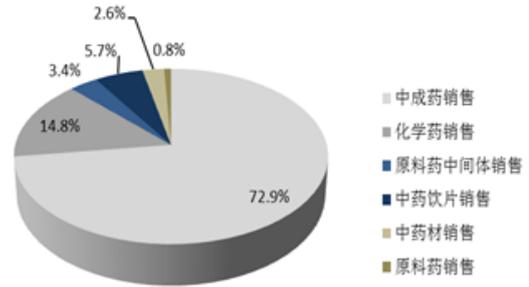
2015 年上半年,公司实现主营业务收入 7.39 亿元,同比增加 18.18%,其中中成药销售实现营业收入 5.38 亿元,同比增加 9.49%,占主营业务收入的 72.87%,化学药销售实现营业收入 1.09 亿元,同比增加 20.11%,占主营业务收入的 14.78%,中药饮片销售实现营业收入 4186.11 万元,同比增加 49.31%,占主营业务收入的 5.67%,原料药中间体销售实现营业收入 2476.07 万元,同比增加 71.16%,占主营业务收入的 3.35%,中药材销售实现营业收入 1886.52 万元,同比增加 26159.72%,占主营业务收入的 2.55%,原料药销售实现营业收入 578.23 万元。由于控股子公司先强药业从 2015 年 5 月 31 日起纳入公司合并报表范围内,化学药销售业务扩大,并新增原料药销售业务。

图表 3: 2013-2015H1 众生药业 (002317) 分产品营业收入增长情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 4: 2015H1 众生药业 (002317) 分产品营业收入占主营业务收入比重图



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2014 年公司原料药中间体、中药饮片和中药材三项产品收入增幅分别为 1547.36%、896.04%和 929.04%。上述产品收入增幅较大主要由于公司于 2013 年末时将控股子公司沾益县益康中药饮片有限责任和凌晟药业纳入合并报表范围内, 2014 年益康中药和凌晟药业分别实现营业收入 1.01 亿元和 4121.8 万元, 2015 年上半年分别实现营业收入 6437.4 万元和 2983.7 万元。

2. 主要产品分析

公司产品包括中成药、化学药、原料药、中间体、中药材和中药饮片, 注重在心血管科、眼科、神经科、消化科等核心治疗领域的推广, 分为处方药和非处方药, 处方药主要核心品种有复方血栓通胶囊、脑栓通胶囊等, 非处方药核心品种有众生丸、清热祛湿颗粒等。

图表 5: 公司主要产品分析

药品名称	药品类型	适应症	竞争格局	医保	基药
复方血栓通胶囊	处方药	心绞痛, 视网膜静脉阻塞	独家剂型	国家医保甲类	2012 版基药
众生丸	OTC	急性上呼吸道感染, 急性扁桃体炎, 咽喉炎	独家剂型	非医保	非基药
脑栓通胶囊	处方药	缺血性脑卒中, 脑梗塞	独家品种	国家医保乙类	非基药
清热祛湿颗粒	OTC	中暑, 暑湿	6 家	广东医保乙类	非基药

资料来源: SFDA, 东吴证券研究所

2.1 复方血栓通胶囊

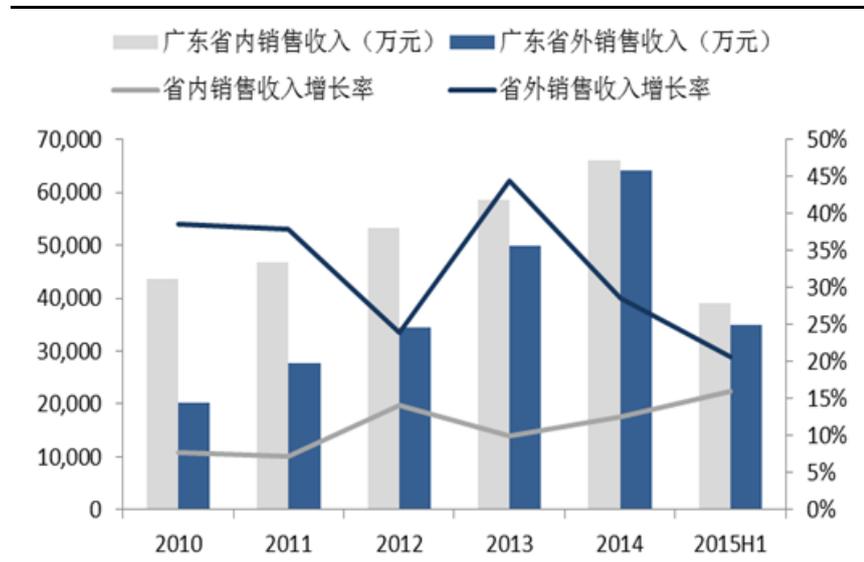
公司核心品种“复方血栓通胶囊”入选《国家基本药物目录》(2012 年版), 2013 年收入近 6 亿元, 预计 2014 年销售收入 6.2-6.6 亿元。

复方血栓通胶囊组方由三七、丹参、黄芪、玄参四味纯植物药提取而成, 具备益气补阴的效果, 且有两个适应症, 分别为用于血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞, 以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛。是国家医保目录唯一用于治疗眼底病的中成药。因此, 复方血栓通下游推广的主要科室为心血管科室、脑血管(神内)科室和眼科。

随着主要产品复方血栓通胶囊进入基药目录, 公司适时调整销售模式, 制定了自营与代理比翼齐飞的销售目标, 复方血栓通胶囊踏上全国扩张之路。

2015 年上半年, 公司广东省内实现营业收入 3.9 亿元, 同比增加 16.07%, 占主营业务收入的 52.79%。广东省外实现营业收入 3.5 亿元(主要为复方血栓通胶囊), 同比增加 20.63%, 占主营业务收入的 47.21%。省外营业收入占主营业务收入比重同比增加 0.96%, 公司省外市场稳步增长。

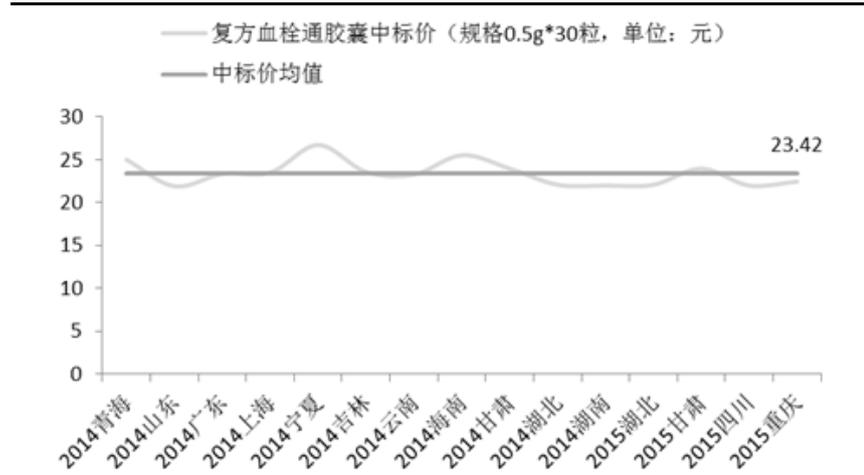
图表 6: 2010-2015H1 众生药业 (002317) 省内省外销售收入情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2014-2015 年 7 月复方血栓通胶囊 0.5g*30 粒规格中标价均值为 23.42 元, 中标价格维护良好。

图表 7: 2014-2015 年 7 月复方血栓通胶囊中标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

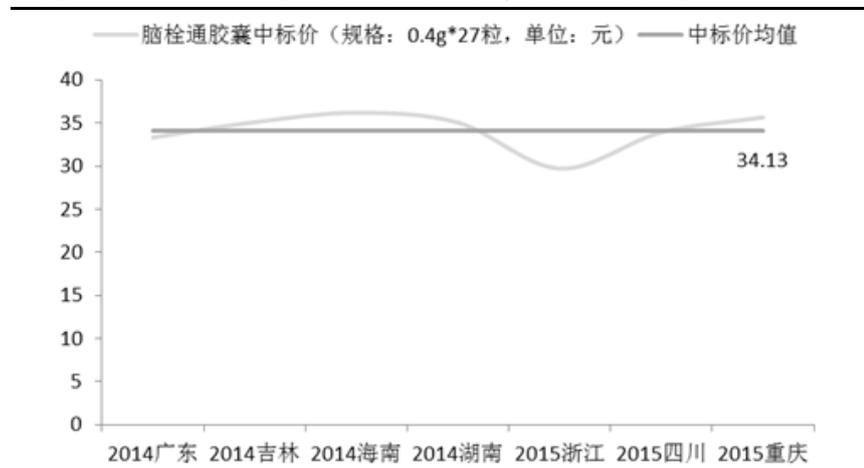
我们认为受品种基数变大、基药招标进展缓慢等因素的影响, 复方血栓通胶囊增速面临一定的压力, 考虑到产品省外扩张稳步推进, 中标价维护良好等因素, 我们推测 2015 年复方血栓通胶囊销售有望实现 10%-15% 的增长。

2.2 脑栓通胶囊

公司全资子公司华南药业核心品种“脑栓通胶囊”入选《广东省基本药物增补品种目录(2013 年版)》及《国家基本药物重庆市补充药物目录》(2013 年版)。公司重视核心产品入选基本药物目录带来的市场机会, 未来将积极拓展市场, 抓住增量机会。

脑栓通胶囊 2013 年销售收入约 1 亿元, 我们预计其 2014 年销售收入约 1-1.3 亿元, 2014-2015 年 7 月脑栓通胶囊 0.4g*27 粒规格中标价均值为 34.13 元, 中标价呈波动趋势, 我们预计 2015 年脑栓通胶囊销售有望实现 15%-20% 的增长。

图表 8: 2014-2015 年 7 月脑栓通胶囊中标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

公司持续关注各省政策差异和招投标工作进展，积极参与并努力获得相关市场。截至 2015 年上半年，公司复方血栓通胶囊已在北京、青海、广东、山东、上海、吉林、宁夏、甘肃、湖北、安徽、浙江、海南、四川的基药招标中顺利中标。

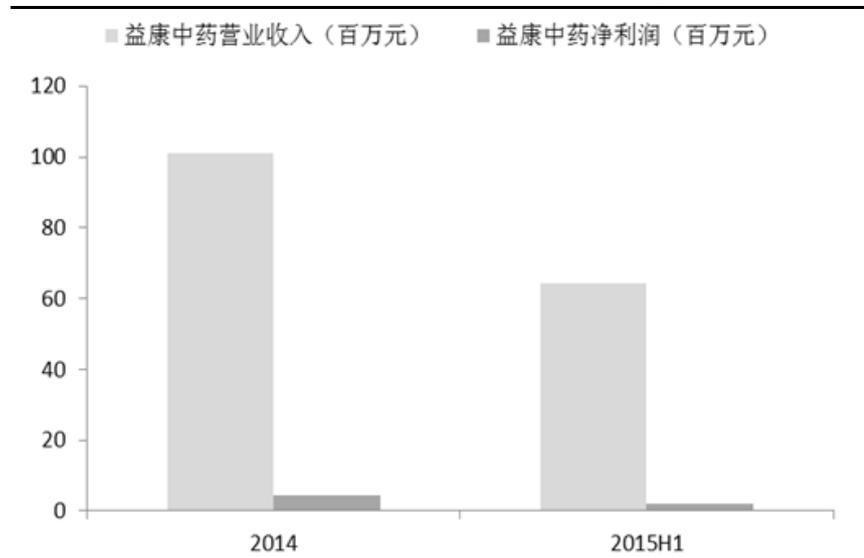
3. 并购

3.1. 增资益康中药

公司于 2013 年 10 月 21 日与益康中药及其全体股东签署了《关于沾益县益康中药饮片有限责任公司增资协议》，公司以自有资金人民币 2,500 万元对益康中药进行增资，增资完成后，公司持有益康中药 51.46% 股权，成为益康中药控股股东。2013 年 11 月 5 日，益康中药完成相关工商变更登记手续。

2014 年益康中药营业收入 1.01 亿元，净利润 429.7 万元，2015 年上半年营业收入 6437.4 万元，净利润 189.6 万元。

图表 9: 2014-2015H1 益康中药营业收入及净利润情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

益康中药股东李伟保证益康中药 2014 年~2016 年净利润分别不低于 800 万元、1000 万元、1200 万元。益康中药 2014 年度实现净利润为 429.7 万元，未达业绩承诺。主要原因为市场整合导致业绩未达预期。

截至 2015 年 3 月 27 日，公司控股子公司益康中药已收到益康中药

股东李伟支付的业绩承诺补偿款项 370.3 万元。益康中药股东李伟关于益康中药 2014 年度业绩承诺的补偿已履行完毕。

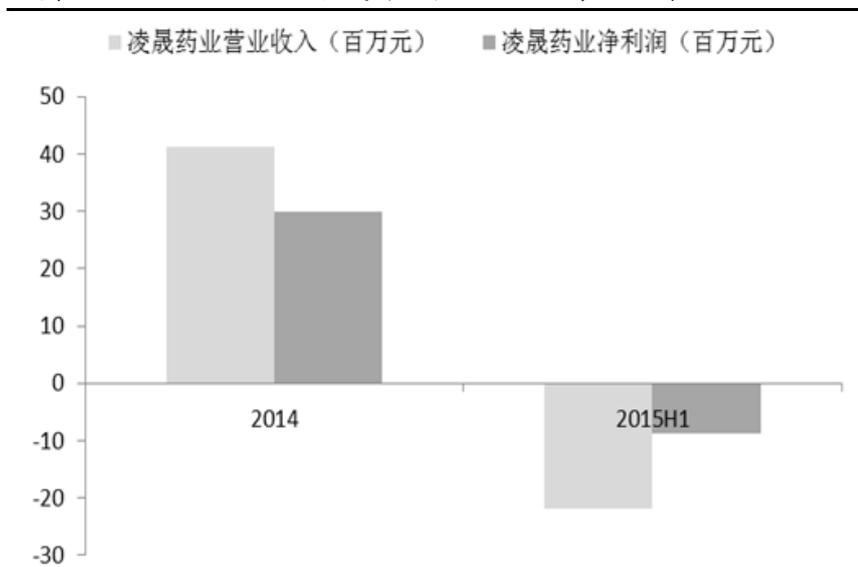
我们认为未来公司将继续优化资源配置，加强市场整合管理，提升益康中药的业务开拓能力及核心竞争力，进一步提升益康中药的业绩。

3.2. 控股凌晟药业

公司于 2013 年 10 月 30 日与凌晟药业及其全体股东签署了《关于湖北凌晟药业有限公司股权转让并增资协议》。公司以自有资金 7,218 万元收购凌晟药业部分股权并对其进行增资。其中以 2,898 万元受让郑伟瞭、许建斌合计持有凌晟药业的 29.81% 股权，以 4,320 万元对凌晟药业进行增资。此次股权收购和增资完成后，公司持有凌晟药业 51.41% 股权，成为凌晟药业控股股东。2013 年 11 月 5 日，凌晟药业完成相关工商变更登记手续。

2014 年凌晟药业营业收入 4121.8 万元，净利润-2195.4 万元，2015 年上半年营业收入 2983.7 万元，净利润-866.8 万元。

图表 10: 2014-2015H1 凌晟药业营业收入及净利润情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

凌晟药业股东金联明保证凌晟药业 2014 年~2016 年净利润分别不低于 1,500 万元、2,500 万元、3,350 万元。

2014 年度，凌晟药业实现的净利润为-2,195.4 万元，未达业绩承诺，主要原因如下：

- ▶ 凌晟药业配合所在园区整体环评所需的停产要求,耽误生产三个月;
- ▶ 国际市场的开发晚于预期,国内市场一直处于调整状态,价格低位徘徊;
- ▶ 凌晟药业尚处起步阶段,因停产及市场调整导致产能未达最佳规模状态,成本尚未达正常水平。

经凌晟药业股东、业绩承诺人金联明申请,公司同意针对凌晟药业 2014 年度的业绩差异补偿方案为:公司 2014 年年度公告之日起 10 日内,金联明先以现金方式补偿差异数的 10%,剩余应补偿部分在 2015 年内以现金方式补足,若 2015 年度的实际业绩超出业绩承诺部分予以冲回上述补偿金额。

截至 2015 年 3 月 27 日,公司控股子公司凌晟药业已收到凌晟药业股东金联明支付的 10%业绩承诺补偿款项 369.5 万元。

公司将督促承诺方严格按照业绩承诺约定继续履行有关事项。

我们认为公司收购凌晟药业是基于完善公司业务布局,完善公司从上游原料到制剂的产业链打造的目的。分析上述导致凌晟药业业绩未达预期的因素,我们认为在公司对凌晟药业进行进一步整合及优化资源配置等工作的前提下,凌晟药业在未来两年仍有完成上述承诺业绩的能力。

3.3. 收购先强药业

公司拟以现金方式收购先强药业 97.69%股权,上述股权交易价格为人民币 12.70 亿元。本次交易的交易对方为张志生、岳伟红、张哲锦、邱亚平、罗月华、张吉生、张先凡、薛渊斌。

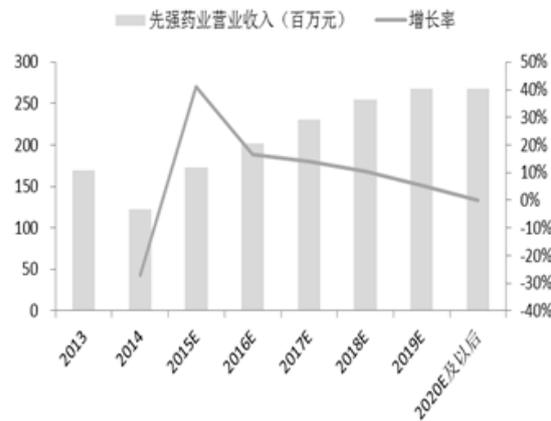
先强药业日常生产和销售的药品主要涉及抗病毒类、抗生素类、产科类及心脑血管类药物,主要产品包括抗病毒药物注射用单磷酸阿糖腺苷及其原料药单磷酸阿糖腺苷、炎琥宁注射液;产科用药盐酸利托君片及盐酸利托君注射液;抗生素药物头孢克肟分散片;心脑血管类药物非诺贝特胶囊 II、盐酸甲氯芬酯胶囊、乙酰谷酰胺注射液、环磷腺苷葡胺注射液等。

根据南方医药经济研究所和广州标点信息有限公司的按终端销售规模统计,先强药业核心产品注射用单磷酸阿糖腺苷在 2013 年度全国单磷酸阿糖腺苷制剂市场排名第 1 位,先强药业生产的头孢克肟分散片在 2013

年度全国头孢克肟制剂市场排名第 4 位。

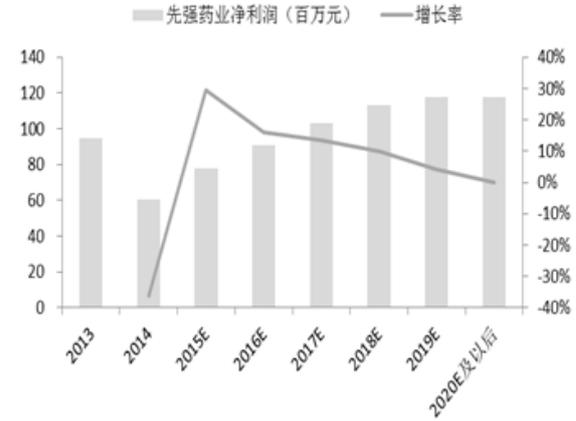
2014 年先强药业营业收入 1.23 亿元，同比下滑 27.18%，实现净利润 6026.11 万元，同比下降 36.26%。

图表 11: 2013-2020 年先强药业营业收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 12: 2013-2020 年先强药业净利润及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2014 年先强药业小容量注射剂、冻干粉针剂、和粉针剂（无菌）产品销售收入同比下降明显，主要因为先强药业小容量注射剂、冻干粉针剂和粉针剂车间 GMP 认证证书于 2013 年 12 月 31 日到期，而相应改造认证证书尚未获得，先强药业无法自行生产冻干粉针剂，仅将注射用单磷酸阿糖腺苷委托由其他制药企业生产，先强药业的冻干粉针剂、粉针剂和小容量注射剂产品的销售直接受到影响，并间接影响了片剂和胶囊剂产品的销售。截至 2015 年 1 月，先强药业已通过新版小容量注射剂、冻干粉针剂和粉针剂车间的 GMP 认证，相应产品全面恢复生产。

3.3.1 营销网络协同性

先强药业的销售模式与公司存在较强的互补性，公司主要采取自建销售团队的自营销模式，销售团队具有较强的专业性和执行力，学术推广能力和水平均得到业内的一致好评。先强药业主要采取代理商销售模式，合作的代理商超过 1000 家，销售网络覆盖 31 个省、市、自治区。

3.3.2 重点储备产品优势

先强药业一直重视新产品的开发，目前在研项目 16 个，其中氨基葡萄糖软骨素制剂为重点品种，已于 2014 年底回复新药评审补充通知。根据南方医药经济研究所的统计，2011 至 2013 年，我国硫酸氨基葡萄糖的

市场销售金额分别为 42,627 万元、49,638 万元、55,268 万元，年复合增长率为 13.87%，市场前景可观。

另一方面，先强药业密切关注医药市场商机，在可行的前提下引进具有潜力的产品。先强药业子公司广东鸿强于 2014 年 6 月 10 日与韩国韩益株式会社（HUMASIS Co., Ltd）签署《妍诺牌“异常妊娠检测试剂盒”销售总代理协议》，协议期限 2014 年 6 月 10 日至 2017 年 6 月 10 日，约定韩国韩益株式会社向广东鸿强授予妍诺的中华人民共和国全国地区独家销售总代理权。妍诺牌“异常妊娠检测试剂盒”主要用于早期宫外孕检测，获得 CFDA 颁发的医疗器械注册证书（国食药监械（进）字 2012 第 2403835 号），具有广阔的市场前景。

3.3.3 业绩承诺

全体交易对方承诺，先强药业 2015 年度、2016 年度及 2017 年度扣除非经常性损益后的净利润分别不低于人民币 8,000 万元、9,600 万元、11,520 万元。

本次交易完成后，公司将充分发挥与先强药业在战略、管理、营销、研发、财务等方面的协同效应，进一步扩充公司的产品线，快速切入抗病毒类、抗生素类、产科类等化学药领域，加强心脑血管类、糖尿病慢性并发症化学药品领域的深入布局，同时通过重点推动公司与先强药业在营销模式和研发模式的共享和互补，最终为公司创造更大的投资价值。

4. 战略合作

4.1 携手上海药明康德开展创新药研发

公司与药明康德在 2013 年 9 月和 2014 年 3 月分别签署了“治疗缺血性脑血管疾病一类新药 ZSYM001 的研发”和“治疗肿瘤一类新药 ZSYM002 的研发”的技术合作协议，目前 2 个项目均进展顺利并按计划取得了阶段性成果，其中 ZSYM002 项目已经进入安全性评价研究阶段。在项目的推进过程中，双方优势互补，沟通顺畅，双方在新药研发方面的专业能力和专业素质均得到了互相认可。

鉴于公司和药明康德已有的合作基础及因由合作而产生的互信互认，双方愿意携手形成战略伙伴关系，共同在创新药研发领域深入合作，发挥各自所长共同发展。公司与药明康德于 2015 年 7 月 13 日签订了《广东众生药业（002317）股份有限公司与上海药明康德新药开发有限公司战略合作协议》。

4.1.1 合作领域、目标及投资额度

公司与药明康德合作时限以五年为一个阶段，第一个阶段为 2015 年至 2019 年，共同进行 1.1 类小分子化学创新药的研发。具体研发项目由双方协商选定，项目集中于公司优势领域：眼科、肿瘤、心脑血管及糖尿病等；合作的最终目的是为公司打造一条充实的基于核心治疗领域的新产品管线。

公司在第一个开发阶段每年配套人民币 1 亿元的投资额度，以保证完成上述合作开发计划，每一个项目需另行签订项目合作协议约定合作细节。在 2015 年下半年内双方将再落实签订两个以上合作项目。双方同意，每个研发项目的总投入按项目合作协议约定由双方共同承担。

公司与药明康德的战略合作，将充分发挥各自优势，强强联合，优势互补，以实现双方在新药研发领域上的合作共赢。通过本次合作可进一步增强公司研发能力和创新深度，进一步提升公司整体实力和市场竞争优势，提升公司未来盈利能力。

4.2 携手杏树林打造移动医疗平台

公司与杏树林为顺应“互联网+”的趋势，拟结合公司在传统领域的线下优势和杏树林在移动互联网领域的技术优势，形成互补，依托杏树林“病历夹”、“云学院”APP，共同建设及推广以“众生眼科云学院”为代表的杏树林移动医疗平台，建立符合中国现阶段处方药推广和医生关系管理要求的创新模式。

协议的主要内容：

- 共同致力于“杏树林”平台建设，使之成为最有价值的医生工作辅助工具和医生间沟通平台。
- 共同致力于公司基于“杏树林”平台的互联网、数字化的医生沟通和品牌推广平台建设，探索最为行之有效的医生沟通和品牌推广模式，树立行业标杆，形成可复制的标准化方案。
- 共同致力于探索基于医患之间固定关系的患者健康管理模式，寻求患者、医生的疾病治疗利益最大化的可靠路径。
- 共同致力于探索基于患者数据的第三方推广模式，丰富“杏树林”平台的符合医生和患者利益的、符合较高道德标准的、合规的商业化模式。
- 共同致力于搭建基层医生教育、跨层级医生沟通、患者管理的垂

直平台，帮助基层医生提升诊疗水平和医学服务能力，助力分级诊疗制度的落地实施，提升患者的治疗利益。

公司通过与杏树林的战略合作，适应未来医改和互联网+的环境变化趋势，建立互联网、数字化沟通平台，探索建立符合中国现阶段处方药推广和医生关系管理要求的创新模式，为公司创造出更多的商业模式和服务模式，为未来发展奠定了新的盈利基础和拓展了空间。同时将促进公司在互联网业务的进一步拓展，增强公司的整体实力和市场竞争优势，提升公司未来的盈利能力。

5. 投资建议

盈利预测基础:

- 2014 年中成药销售业务营业收入 10.0 亿元，2015 年增长 8%-18%;
- 2014 年化学药销售业务营业收入 1.9 亿元，2015 年增长 50%-60%;
- 2014 年原料药中间体销售业务营业收入 4098.1 万元，2015 年增长 20%-30%;
- 2014 年中药饮片销售业务营业收入 5143.2 万元，2015 年增长 100%-110%;
- 2014 年中药材销售业务营业收入 2391.0 万元，2015 年增长 95%-105%;
- 2015 年原料药销售业务营业收入 3800-4200 万元;
- 2014 年医药贸易业务营业收入 608.8 万元，2015 年增长 40%-50%。

我们预测众生药业(002317)2015-2018 年营业收入分别为 16.7 亿、19.5 亿、22.4 亿和 25.8 亿元，归属母公司净利润分别为 3.0 亿、3.9 亿、5.1 亿和 6.7 亿元。折合 2015-2018 年 EPS 分别为 0.81、1.06、1.38 和 1.83 元，对应动态市盈率分别为 38.4、29.4、22.7 和 17.1 倍。

公司主产品销售稳健，并购先强药业拓宽产品线，增加业绩弹性，与杏树林合作，积极布局“互联网+”，与上海药明康德合作，为公司长远发展奠定产品基础。考虑到 2015 年益康中药、凌晟药业有望实现恢复

性增长，我们维持公司“增持”评级。

6. 风险提示

- 行业政策风险
- 招标降价风险
- 整合效果低于预期风险

附表：众生药业（002317）主要财务数据及估值（百万元）

资产负债表	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	2408	2799	3097	3411	营业收入	1672	1952	2241	2577
货币资金	732	843	975	1108	营业成本	609	697	753	833
应收账款	338	365	379	397	营业税金及附加	17	20	23	26
存货	195	203	216	235	销售费用	553	593	648	686
非流动资产	965	987	1023	1085	管理费用	183	233	285	329
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	4	7	10	13
固定资产	567	572	581	595	投资收益	28	28	28	28
无形资产	198	212	229	261	营业利润	334	430	550	718
在建工程	32	34	27	24	营业外净收入	9	11	13	15
资产总计	3094	3497	3899	4221	利润总额	343	441	563	733
流动负债	343	327	316	337	所得税费用	43	49	54	59
短期借款	63	78	90	96	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	62	77	83	92	归属母公司净利润	300	392	509	674
非流动负债	27	25	19	23	EBIT	353	452	574	745
长期借款	0	0	0	0	EV/EBITDA	25.1	19.7	16.4	14.9
其他	57	63	71	75	重要财务	2015E	2016E	2017E	2018E
负债总计	358	334	371	401	估值指标				
少数股东权益	45	30	25	30	EPS	0.81	1.06	1.38	1.83
归属母公司股东权益	2138	2533	2879	3219	每股净资产	5.81	6.83	7.94	9.93
负债和股东权益总计	2561	2798	3294	3620	ROIC	14.6%	17.2%	18.6%	19.7%
					ROE	13.4%	14.2%	14.6%	15.0%
现金流量表(百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	净利润率	18.2%	18.9%	19.3%	19.7%
经营活动现金流	573	488	375	453	毛利率	60.3%	60.8%	60.7%	60.2%
投资活动现金流	-85	-32	23	25	流动比率	6.77	8.85	10.05	10.11
筹资活动现金流	47	32	57	44	资产周转率	0.57	0.55	0.58	0.55
现金净变动	78	173	151	183	PE	38.4	29.4	22.7	17.1
公允价值变动损失	0	0	0	0	PB	3.41	2.92	2.50	2.35
折旧和摊销	46	42	47	45	ROA	13.8%	15.9%	16.1%	16.7%

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

