

永安药业 (002365)

被举牌，投资价值进一步提升，且牛磺酸持续涨价带来业绩高弹性，继续强烈推荐

事项：自7月29日开始，深圳市上元资本管理有限公司通过二级市场直接购买公司944万股，占公司总股本的5.05%。

投资要点：

外部增持触发举牌有望推动公司加速转型发展

我们认为公司质地优异，市值小，且大股东陈勇仅持有公司23.68%的股份。此次上元资本通过二级市场增持，触发举牌线，未来12个月内有可能继续增持公司股份。而且上元资本曾在韵达货运借壳上市，以及其他上市公司外延拓展中发挥过重要作用。不管后续上元资本持股比例上升至多少，都将会促使公司加强市值管理，加快转型发展，以免丧失控制权，或者让第三方以较低的价格入驻，使得原有大股东利益受损。

牛磺酸：下游需求稳步增长，供给偏紧，持续涨价可带来业绩高弹性

我们认为牛磺酸广泛运用于功能性饮料等领域，需求稳步扩张。同时，牛磺酸全球产能约6万多吨，生产企业基本集中于国内，永安占50%。随着国家对环保加大整治力度，小型生产企业面临退出风险，上半年第二大生产企业富驰已出现临时停产现象，未来产能扩增有限，使得供给偏紧。同时，牛磺酸价格连续三年走低，下游价格敏感度低，正迎来上涨。我们判断，公司上半年平均提价约10%左右，现价大约为历史最高价的一半左右，后续会采取小幅提价方式逐步提高售价。同时，伴随9月份第一批1年期合同到期，将能以更高的价格续签，可为公司持续带来业绩高弹性。我们测算，提价幅度在10%-50%之间，可以增加净利润2190万元-1.1亿元。

投资分析：业绩向上弹性大，外延加速，提高目标价至40-43元

目前同类小市值转型公司的平均市净率在5.4倍左右。考虑到公司自有业务业绩弹性高（除牛磺酸以外，环氧乙烷减亏后可增厚业绩4000万元左右），且外部举牌推动公司外延发展提速，给予公司6.5-7倍市净率（原为5.4倍），提高目标价至40-43元，对应57%-69%空间。

风险提示：食品安全问题；环保问题

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	658.42	555.89	620.79	763.98	955.31
增长率（%）	25.96%	-15.57%	11.67%	23.07%	25.04%
EBITDA（百万元）	87.27	75.82	106.53	131.85	148.43
净利润（百万元）	31.72	17.61	64.50	84.52	97.19
增长率（%）	37.88%	-44.48%	266.21%	31.05%	14.98%
EPS（元/股）	0.17	0.09	0.34	0.45	0.52
市盈率（P/E）	150.20	270.53	73.87	56.37	49.03
市净率（P/B）	4.30	4.27	4.12	3.92	3.72
EV/EBITDA	25.42	52.48	43.78	35.16	31.33

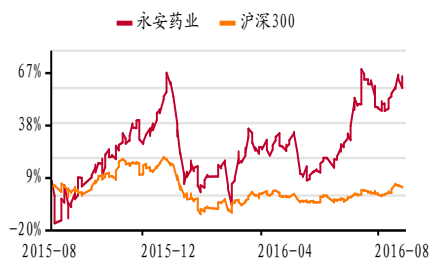
数据来源：公司公告，天风证券研究所

行业名称	医药生物
投资建议	买入
当前价格：	25.48元
目标价格：	40-43元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	187/154
流通A股市值（百万元）	3,923
每股净资产（元）	6.15
资产负债率（%）	5.68
一年内最高/最低（元）	25.48/11.00

一年内股价相对走势



刘鹏 分析师
执业证书编号：S1110516070001
电话：
邮箱：liupeng@sh.tfzq.com

杨烨辉 分析师
执业证书编号：S1110516080003
电话：
邮箱：yangyh@sh.tfzq.com

刘健 联系人
电话：
邮箱：liujian@sh.tfzq.com

相关报告

- 《永安药业（002365）\医药生物行业》
2016.08.23
- 《永安药业（002365）\医药生物行业》
2016.08.04
- 《永安药业（002365）\家用电器行业》
2016.07.12



报告信息

外部增持触发举牌有望推动公司加速转型发展

我们认为公司质地优异，市值小，且大股东陈勇通过直接或间接方式持有公司股份比例也才 23.68%。此次上元资本通过二级市场增持，触发举牌线，未来 12 个月内有可能继续增持公司股份。未来上元资本是否能够成为公司的控股股东，这并未得知。但是，对于上市公司而言，此次举牌直接给现有大股东和管理层释放了一个非常重要的信号，那就是再不加快发展，做大市值，有可能会丧失对公司的控制权。

深圳市上元资本管理有限公司是一家经中国证券投资基金业协会登记备案的专业私募投资基金管理机构，致力于为境内外高净值客户提供优质的资产管理服务。上元资本善于把握中国资本市场的内在规律和趋势，广泛开展定增、并购重组、二级市场投资、非上市公司股权投资等业务。投资领域覆盖医疗健康、新材料、互联网、高端装备制造、文化教育产业、TMT 等新兴行业。在过去一年内，上元资本进入了新海股份、卓翼科技等上市公司的股东名单，对这些公司外延并购发展起到了非常重要的作用。特别是新海股份，在上元资本进入的第二年，就被韵达货运借壳上市。

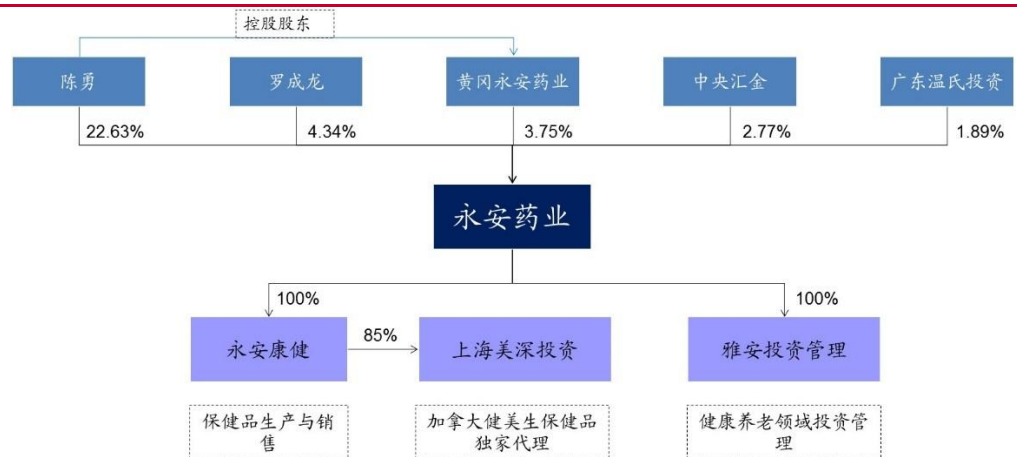
图表 1: 上元资本参与上市公司投资情况一览

时间	相关上市公司	事件
2015 年	新海股份	在 2015 年报中，上元资本出现在新海股份十大股东之列，成为第二大股东。2016 年 7 月 2 日，新海股份通过发行股份购买了韵达货运 100% 股权，帮助后者成功实现借壳上市。
2016 年 2 月 18 日	卓翼科技	上元资本出现在卓翼科技的非公开发行方案中，以 7.81 元/股的价格认购公司 2433 万股。公司共募集 7.6 亿元，用于智能制造项目、创新支持平台项目等
2016 年 7 月 19 日	湖南某新材料公司	上元资本及社会投资者或金融机构与该公司共同投资设立红元新材料并购基金，以在更发的范围内寻求与该公司具有战略协同效用的投资和并购标的。此外，在公司当天发布的非公开预案中，深圳市锐德创投股权投资基金（上元资本是其普通合伙人）以现金认购 2203 万股。
2016 年 8 月 24 日	永安药业	上元资本通过二级市场增持永安药业股份，达到 5% 的比例。

来源：公司公告、天风证券研究所

可以看出，上元资本在国内资本市场经验丰富，无论是控股上市公司，还是与上市公司合作均能对其转型发展提供一定支持。对于永安药业现有大股东而言，我们认为公司可能会采取以下几种措施：一是，加强市值管理，做大市值规模，提高外部机构增持成本；二是，弄清楚上元资本举牌意图，再进一步决定对其策略；三是，现有大股东拿到更多股份或者引入战略投资者，以免丧失对公司的控制权。

图表 2: 永安药业股权结构示意图



来源：公司公告、天风证券研究所

外延上，公司已经出资 1 亿元成立投资基金，向养老等大健康领域拓展，以寻求更大的发展。其中，养老产业潜在市场规模达万亿，人口老龄化下，市场还存在非常大的缺口，仅床位缺口高达 202 万张，还不包括康复医院等配套设施。自投资基金成立一年多以来，公司已考察了很多项目，在被举牌的背景下，公司可能会加快项目落地的进度，或者在上元资本的推动下，去开展更多收购。

以中炬高新为例，从 2015 年 4 月开始，公司就被前海人寿连续几次举牌。在市场相对稳定的情况下，中炬高新股价表现也不错。

图表 3: 前海人寿投资中炬高新的发展历程



来源：wind、天风证券研究所

牛磺酸：下游需求稳步增长，供给偏紧，且持续涨价可带来业绩高弹性

我们认为牛磺酸广泛运用于功能性饮料、保健品、饲料等领域，需求稳步扩张。

同时，牛磺酸全球产能约 6 万多吨，生产企业基本集中于国内，永安占 50%。随着国家对环保加大整治力度，小型生产企业面临退出风险，上半年第二大生产企业富驰已出现临时停产现象，未来产能扩增有限，使得供给偏紧。同时，牛磺酸价格连续三年走低，下游价格敏感度低，正迎来向上反弹。我们判断，公司上半年平均提价约 10% 左右，现价大约为历史最高价的一半左右（现在市场价超 2 万元/吨，历史最高价在 4-5 万元/吨，与我们所计算的价格口径有差异），后续会采取小幅提价方式逐步提高售价。同时，伴随 9 月份第一批 1 年期合同到期，将能以更高的价格续签，可为公司持续带来业绩高弹性。我们测算，提价幅度在 10%-50% 之间，可以增加净利润 2190 万元-1.1 亿元。

图表 4：牛磺酸涨价对公司净利润影响的敏感性分析

提价幅度	0	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
价格：万元/吨	1.46	1.53	1.61	1.68	1.75	1.90	2.04	2.19	2.34	2.48	2.63
增厚净利润：万元	0	1095	2190	3285	4380	6570	8760	10950	13140	15330	17520

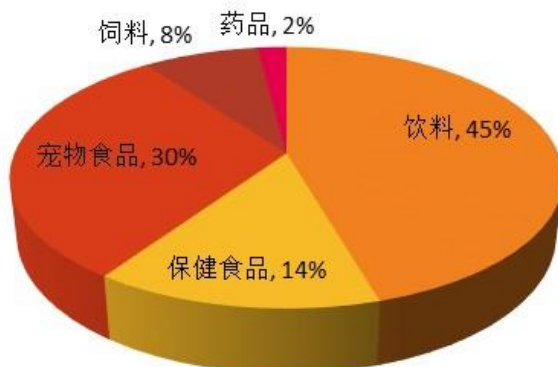
资料来源：公司公告、天风证券研究所

牛磺酸简介：又名牛胆酸、牛胆碱、牛胆素，是一种非蛋白类氨基酸，是人体类最重要的氨基酸之一，牛磺酸不仅存在于胆汁中，也广泛存在于所有动物的组织、细胞内，在哺乳类组织细胞中，特别是神经、肌肉和腺体中的含量较高，海洋生物含量最高。

牛磺酸功能：经研究表明，牛磺酸能促进婴幼儿大脑发育及对钙、脂肪和纤维素的吸收；能维持婴幼儿视网膜生理机能，保持和增强视力；能调节神经传导系统；能在人体内脂质和磷质代谢中及对心脏、肝脏、内分泌机能中起重要的生理和药理作用；能促进体内代谢，增强体质，解除疲劳，提高工作效率。牛磺酸这些独特生理、药理功能决定了它在医药、食品添加剂等方面具有广泛的应用领域和市场。

牛磺酸应用：1) 牛磺酸在人体内起重要的作用，广泛用于食品和饮料之中，美国、日本等国明文规定婴幼儿食品中必须添加牛磺酸。常见的有，含有牛磺酸的功能性饮料（红牛）；牛磺酸类保健品，这类产品在西方国家超 1000 多种。2) 医药行业，消炎、镇痛、镇静、降血压等诸多疗效和作用。3) 宠物食品及饲料行业，猫粮等。4) 其他领域，造纸，纤维素纤维和聚丙烯酰胺纤维生产中的增白剂。

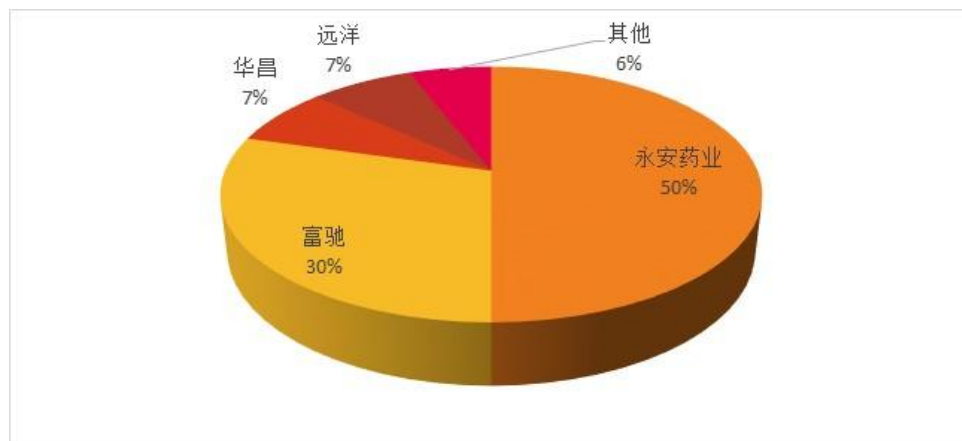
图表 5: 全球牛磺酸在不同领域的应用



来源: 招股说明书、天风证券研究所

牛磺酸竞争格局: 目前, 公司牛磺酸产能在 3.4 万吨左右, 2015 年销量达到 2.8 万吨, 占全球市场的 50%, 处寡头垄断地位。竞争对手主要有富驰制药有限责任公司、江阴华昌食品添加剂有限公司、江苏远洋药业股份有限公司等企业, 产能与生产技术均远落后于永安。同时, 今年上半年, 富驰制药等企业因为环保检查, 被迫临时停产。我们判断, 未来国家会继续加大对环保的整治力度, 小型牛磺酸企业将面临巨大压力, 有可能被迫退出经营。

图表 6: 全球牛磺酸竞争格局



来源: 调研、天风证券研究所

我们认为, 未来牛磺酸价格仍有较大提升空间。这主要是基于以下几点分析: 1) 近年来牛磺酸价格一直处底部, 公司维持高价动力强; 2) 环保监管趋严, 新供给受限, 且现有部分企业可能被迫退出, 使得供应偏紧张, 产品价格有望上升; 3) 牛磺酸的原料开始上涨, 牛磺酸上涨速度可能更快; 3) 下游产品中牛磺酸添加量较低, 下游行业对牛磺酸价格不敏感, 例如, 250ml 普通装红牛仅含 125mg 牛磺酸。

以核黄素 (维生素 B2) 市场为例, 不仅具有小品类、单寡头特点, 而且多次发生提价现象。全球核黄素需求量大概在 8000 吨左右, 以 5% 以下的增速缓慢增长, 且湖北某企业为全球核黄素龙头企业, 产能全球最大, 为 4800 吨。从 2008 年至今, 核黄素出现过 3 次提价, 提价幅度分别为 25.5%、27.1%、76%。

图表 7: 2007-2015 年永安药业牛磺酸销量及价格(万吨、万元)



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 8: 2008-2015 年维生素 B2 价格走势



来源: wind, 天风证券研究所

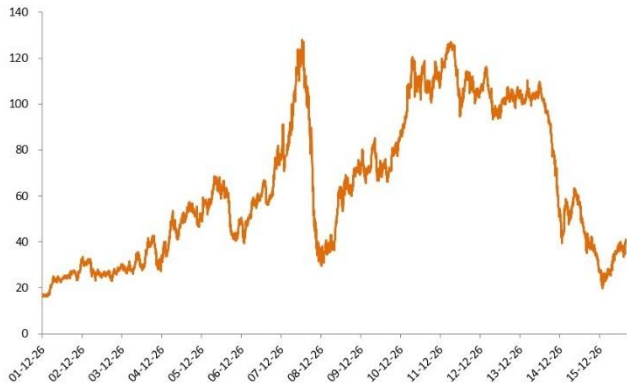
环氧乙烷: 价格处底部反弹, 拖累业绩现象若改善, 至少增厚业绩 4000 万元

目前, 公司环氧乙烷产能达到 4 万吨, 上半年开工仅 2 个月。未来随着价格持续上涨, 公司将会继续开工, 以最小化环氧乙烷的亏损。其中, 公司 33%的环氧乙烷自用、47%销售给湖北凌安。此外, 公司采取乙醇法和乙烯法“两条腿走路”的工艺路线进行切换研究, 可实现了装置不停车的情况下根据市场情况进行自由切换, 节省较多费用。

上市之初, 公司 90%以上的环氧乙烷通过中石化下属子公司采购, 对外依赖程度非常高, 且环氧乙烷属易燃易爆物品, 不易大规模存储和囤积, 使得公司难以应对环氧乙烷可能出现的价格重大波动影响。于是, 公司开始自建环氧乙烷生产线, 但是近年来原油价格出现暴跌, 而环氧乙烷价格与其挂钩, 使得公司所售环氧乙烷出现价格倒挂现象。虽然, 近期环氧乙烷价格随着乙烯价格上涨有所回升, 但牛磺酸价格上调时间及幅度并不与环氧乙烷同步。

我们认为, 虽然当前环氧乙烷对公司业绩有拖累, 但是存在较大改善空间, 如果环氧乙烷价格稳步向上提升, 则不仅能实现扭亏, 甚至有盈利可能, 而这至少能够在业绩上增厚 4000 万元左右。

图表 9: 2001-2016 年原油 (中国胜利) 现货价走势图 (美元/桶)



来源: wind, 天风证券研究所

图表 10: 国内工业一级环氧乙烷平均价格 (千元/吨)



来源: wind, 天风证券研究所

保健品业务: 借力海外巨头健美生, 未来有望放量

今年上半年, 负责保健品业务的全资子公司永安康健收入 2335 万元, 同比增 29.9%, 未来在健美生的带动下, 有望迎来放量增长。新保健食品法的最大受益者之一就是进口补充维生素、矿物质等营养物质的国内保健品企业, 而永安康健旗下的上海美深公司所代理的健美生品牌恰好是加拿大健康食品第一品牌和世界三大维生素营养保健品企业之一。

健美生在加拿大的市场占有率高达 26.9%, 其中维生素 B、C、A、D, 钙类保健食品, 以及矿物质类保健食品在加拿大市场占有率均第一。其中, 维生素产品市场占有率均在 40% 以上。同时, 健美生在中国已有 10 年发展历史, 拥有 40 余家线下经销商, 以及 100 余家与高端超市合营的销售网点。随着新法规 7 月 1 日开始实施, 公司将可以大力推广健美生品牌。

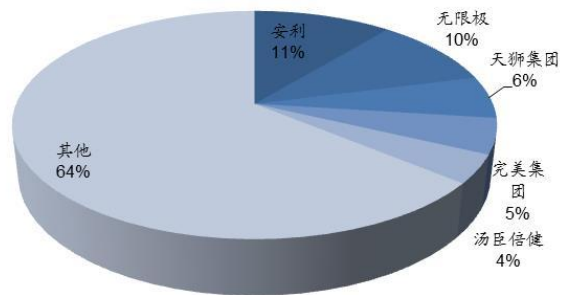
此外, 公司还代理美国 SUMMIT 的产品, 后者是被称为“氨糖之父”, 其氨糖类产品在国内尚属新品, 需求十分旺盛。同时, 公司还有拥有自主研发保健食品 12 款。其中, 永安康健牌易加泡腾片、永安康健牌牛磺酸粉、思涌®牛磺酸咀嚼片已于 2015 年下半年拿到蓝帽子批文。

图表 11: 中国膳食补充剂市场规模及其变化 (亿元)



来源: Euromonitor, 天风证券研究所

图表 12: 2014 年国内膳食补充剂市场竞争格局



来源: Euromonitor, 天风证券研究所

图表 13: 永安康健牌保健品示意图



来源: 公司官网、天风证券研究所

投资分析: 外部举牌推动转型提速, 且牛磺酸涨价持续带来业绩高弹性, 提高目标价至 40-43 元

我们认为公司核心产品牛磺酸持续涨价带来业绩高弹性, 且环氧乙烷业务逐步减亏, 扭亏后至少可增厚业绩 4000 万元左右。同时, 公司保健品业务借助于国际巨头健美生稳步推进。不考虑外延, 预计公司 16-18 年的 EPS 分别为 0.34/0.45/0.52 元。其中, 同类小市值转型公司的平均市净率在 5.4 倍左右。考虑到公司自有业务业绩弹性高, 且外部举牌推动公司外延发展提速, 给予公司 6.5-7 倍市净率 (原为 5.4 倍), 提高目标价至 40-43 元 (以 2016H1 公司最新每股净资产 6.15 元计算)。

图表 14: 永安药业估值分析

公司	PB	16 年 PE	市值 (亿元)	转型方向
金达威	6.3	32	92.6	保健品
量子高科	10.1		72.8	大健康
保龄宝	3.1	47	45.2	教育
龙力生物	2.4	49	70.1	互联网+大健康
均值	5.4	43	70.2	
永安药业	3.8	68	43.3	保健品、大健康

来源: wind、天风证券研究所 (除了永安药业以外, 其他均取自 wind 一致预测, 数据更新至 8 月 24 日)

附录：团队介绍

刘鹏：天风证券食品饮料首席分析师，食品工程硕博连读。中国食品科学技术学会高级会员。曾向多家消费品产业基金提供专业性建议，并获得高度认可。擅长消费品产业+投资研究。重点覆盖调味品、健康食品（药食同源）、饮料、白酒，以及农业信息化、食品检测等供给侧改革品种。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2015年新财富最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年水晶球最佳分析师食品饮料行业第二名。

2006-2011年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品破坏性检测及风味分析，在以食品专业顶级期刊：欧洲食品学会会刊《Food Control》为代表的食品高水平期刊发表论文20多篇（12篇被SCI或EI收录），国家发明专利3项。并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。2012-2016年，在华泰证券研究所，中信证券研究部和国信证券经济研究所分别担任分析师，高级分析师和首席分析师。从2012年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润，江中，煌上煌，涪陵榨菜等股票。2016年7月加入天风证券研究所。

刘健：天风证券食品饮料行业分析师。武汉大学医学本科，金融硕士。2014年5月进入国信证券研究所医药生物团队，一年后又进入食品饮料团队，并于2016年8月正式加入天风证券研究所。主要研究领域包括大健康（药食同源、保健食品等领域）、肉制品、白酒以及部分其他食品公司等。

周东景：天风证券食品饮料行业分析师，主要负责调味品，乳制品及其细分子行业的研究。本科毕业于西南财经大学，取得经济学学士学位。研究生毕业于美国Pepperdine University，取得金融学硕士学位。2015年12月进入国信证券经济研究所。

丁一：现为天风食品饮料行业分析师。主要负责食品类研究。2014年11月进入东吴证券研究所，大消费组-食品饮料行业；2016年8月，正式加入天风证券研究所。

赵淑慧：现为食品饮料行业助理分析师，毕业于英国考文垂大学银行与金融专业，取得硕士学位，于2016年5月进入天风证券研究所。

图表 15: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	30.63	59.40	96.75	124.58	108.12	营业收入	658.42	555.89	620.79	763.98	955.31
应收账款	77.02	87.34	96.21	64.61	136.48	营业成本	556.79	457.31	470.25	568.48	710.75
预付账款	26.24	12.81	75.39	8.78	90.96	营业税金及附加	2.65	4.73	5.28	6.50	8.12
存货	43.74	52.87	16.28	75.34	31.18	营业费用	30.34	46.33	31.04	38.20	55.89
其他	289.60	302.92	271.66	288.05	291.20	管理费用	40.31	46.24	51.64	63.56	79.47
流动资产合计	467.21	515.34	556.29	561.37	657.94	财务费用	-1.11	-7.36	-1.70	-2.41	-2.54
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	8.69	8.63	5.98	7.77	7.46
固定资产	622.27	587.48	582.49	596.07	607.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	10.23	6.41	39.85	71.91	73.15	投资净收益	11.98	13.39	13.39	13.39	13.39
无形资产	79.15	82.73	78.67	74.61	70.55	其他	-23.95	-26.78	-26.78	-26.78	-26.78
其他	8.16	11.02	8.55	8.29	8.27	营业利润	32.73	13.40	71.69	95.29	109.54
非流动资产合计	719.82	687.65	709.56	750.88	759.77	营业外收入	6.23	7.68	6.53	6.81	7.00
资产总计	1,187.03	1,202.99	1,265.85	1,312.26	1,417.71	营业外支出	1.77	0.21	0.80	0.93	0.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	37.19	20.86	77.41	101.17	115.90
应付账款	33.52	45.21	57.58	51.94	86.28	所得税	5.46	3.68	13.45	17.57	20.13
其他	16.02	13.75	18.39	15.80	22.52	净利润	31.72	17.61	64.50	84.52	97.19
流动负债合计	49.54	58.96	75.97	67.74	108.80	少数股东损益	0.00	-0.43	-0.53	-0.93	-1.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	31.72	17.18	63.96	83.59	95.77
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (元)	0.17	0.09	0.34	0.45	0.52
其他	29.60	24.53	29.18	27.77	27.16						
非流动负债合计	29.60	24.53	29.18	27.77	27.16						
负债合计	79.14	83.50	105.15	95.51	135.96						
少数股东权益	0.00	4.07	3.54	2.61	1.19						
股本	187.00	187.00	187.00	187.00	187.00						
资本公积	604.57	604.57	604.57	604.57	604.57						
留存收益	918.96	925.36	970.16	1,027.14	1,093.56						
其他	-602.64	-601.50	-604.57	-604.57	-604.57						
股东权益合计	1,107.89	1,119.49	1,160.70	1,216.75	1,281.75						
负债和股东权益总计	1,187.03	1,202.99	1,265.85	1,312.26	1,417.71						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	31.72	17.18	64.50	84.52	97.19	成长能力					
折旧摊销	55.65	69.78	36.55	38.97	41.43	营业收入	25.96%	-15.57%	11.67%	23.07%	25.04%
财务费用	0.00	0.00	-1.70	-2.41	-2.54	营业利润	45.99%	-59.08%	435.13%	32.92%	14.96%
投资损失	-11.98	-13.39	-13.39	-13.39	-13.39	归属于母公司净利润	37.88%	-44.48%	266.21%	31.05%	14.98%
营运资金变动	-138.60	-38.48	19.61	12.80	-72.89	获利能力					
其它	82.47	35.52	-0.53	-0.93	-1.42	毛利率	15.44%	17.73%	24.25%	25.59%	25.60%
经营活动现金流	19.26	70.61	105.03	119.56	48.38	净利率	4.82%	3.17%	10.39%	11.06%	10.17%
资本支出	69.73	40.54	55.35	81.41	50.61	ROE	2.86%	1.58%	5.57%	6.96%	7.59%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	2.84%	0.46%	5.50%	7.26%	8.15%
其他	-176.89	-75.84	-101.96	-148.02	-87.22	偿债能力					
投资活动现金流	-107.16	-35.29	-46.61	-66.61	-36.61	资产负债率	6.67%	6.94%	8.31%	7.28%	9.59%
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债率	-0.15%	4.33%	2.08%	0.69%	-2.27%
股权融资	3.04	8.50	-1.36	2.41	2.54	流动比率	9.43	8.74	7.32	8.29	6.05
其他	-8.65	-15.22	-19.69	-27.54	-30.77	速动比率	8.55	7.84	7.11	7.18	5.76
筹资活动现金流	-5.61	-6.72	-21.06	-25.13	-28.23	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	9.67	6.76	6.76	9.50	9.50
现金净增加额	-93.51	28.59	37.36	27.82	-16.46	存货周转率	18.89	11.51	17.95	16.68	17.94
						总资产周转率	0.55	0.47	0.50	0.59	0.70
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.17	0.09	0.34	0.45	0.52
						每股经营现金流	0.10	0.38	0.56	0.64	0.26
						每股净资产	5.92	5.96	6.19	6.49	6.85
						估值比率					
						市盈率	150.20	270.53	73.87	56.37	49.03
						市净率	4.30	4.27	4.12	3.92	3.72
						EV/EBITDA	25.42	52.48	43.78	35.16	31.33
						EV/EBIT	70.15	658.65	66.65	49.91	43.46

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼（430071）
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F（201204）