



医院 PPP 项目落地加速, 下半年业绩释放可期

2016. 9. 27

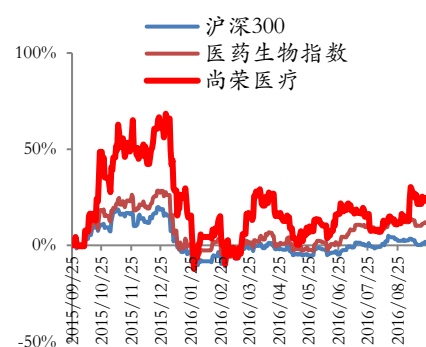
强烈推荐 (首次)

王亮 (分析师)	唐爱金 (研究助理)	陈家华 (研究助理)
电话: 010-57385534	020-88836115	020-88836115
邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn	tangaij@gzgzhs.com.cn	chenjihua@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310514080002		

现价:	23.62
目标价:	30
股价空间:	27%

医药生物行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
尚荣医疗	0.62	4.31	-2.65
医药生物	-0.21	11.45	10.23
沪深 300	11.74	7.10	7.52

基本资料

总市值 (亿元)	105
总股本	4.44
流通股比例	60.50%
资产负债率	41.20%
大股东	梁桂秋
大股东持股比例	41.91%

相关报告

投资要点:

● 公司在手医建订单 46.28 亿, 下半年业绩释放可期

公司在手订单是指众多订单中即将结算完毕的、正在施工的、近期可以开工的项目, 有待于确认的收入总共 46.28 亿, 不包括 PPP 项目。我们统计中报发现, 公司处于后期 (包括审计结算阶段、竣工验收阶段、机电安装阶段等) 的项目金额达 14.6 亿, 预计下半年会有更多的收入确认, 业绩释放可期。2016 上半年建造合同收入同比增长 75.23%, 相比 15 年的 -65.07% 有了较大的改善, 同时医疗专业工程同比增长 44.28%, 意味着公司 PPP 项目落地加快, 随着项目的推进逐步确认为工程收入。

● 医院建设 PPP 项目进入爆发期, 目标 5 年控制 30 家医院

PPP 项目受到政府的政策支持, 医院建设 PPP 项目正进入爆发期。目前公司医院建设 PPP 项目共 5 个项目涉及 6 个医院, 其中富平中医院即将开业 (预计明年建成后医院收入 1 个亿, 后年能达 1.5 亿), 独山中医院 (预计建成后年收入达 1.5 个亿)、秦皇岛广济医院 (预计建成后年收入达 6 个亿) 正在施工中。医院收入结构中, 药品+耗材占 60%, 算上后勤托管服务后总体利润率达 13%-15%, 通过 PPP 项目可带动供应链业务和后勤托管业务。同时公司引入银行等财务投资机构, 分担财务风险。与竞争对手相比, 公司的医院建设项目融资模式更有优势。

● 深度参与医院经营, 打造医疗服务平台

在医院的的选择上, 首先看地区的人口基数, 一般要 40-50 万以上。其次看医院的现金流, 需要地方的财政做背书。此外还必须是老院新建或迁址的项目, 不会考虑自己建新医院, 因为新医院盈利较慢, 而老院原有的品牌影响力和技术团队是宝贵的医疗资源。公司的每一个 PPP 项目都会和当地政府成立医院管理公司。医管公司在医院理事会占主导地位, 掌握医院的经营管理权。出于对老院团队的认可, 医院管理层还是用原先的管理团队, 但是后续会有人员补充。同时当地政府也会和尚荣开展更广泛的合作, 把其他的医院交给尚荣托管。新院的人员管理采用“老人老办法, 新人新办法”的方式, 管理机制灵活。此外, 公司与联影合作, 为新建的医院供应联影的医学影像设备, 并拟建医院影像中心。

● **盈利预测与估值:** 根据公司现有业务情况, 我们测算公司 16-18 年 EPS 分别为 0.45、0.68、0.93 元, 对应 52/34/25 倍 PE。考虑公司医院 PPP 订单充足且落地加速, 给予 17 年 34 倍估值, 首次覆盖给与“谨慎推荐”评级, 目标价 30 元。

● **风险提示:** 国家 PPP 政策变化; 合同执行时间和比例低于预期。

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1666.32	2420.31	3650.59	5178.57
同比(%)	42.81%	45.25%	50.83%	41.86%
归属母公司净利润	136.06	198.76	301.10	414.28
同比(%)	33.19%	46.08%	51.49%	37.59%
ROE(%)	9.02%	11.91%	15.62%	18.11%
每股收益(元)	0.31	0.45	0.68	0.93
P/E	99.75	51.61	34.07	24.76
P/B	9.31	6.19	5.30	4.39
EV/EBITDA	63.06	32.72	23.44	17.32

一、公司在手医建订单 46.28 亿，下半年业绩释放可期

1、后期订单 14.6 亿，业绩释放可期

公司在手订单是指众多订单中即将结算完毕的、正在施工的、近期可以开工的项目，所以有待于确认的收入总共 46.28 亿，不包括 PPP 项目。我们统计中报发现，公司处于后期（包括审计结算阶段、竣工验收阶段、机电安装阶段等）的项目金额达 14.6 亿，预计下半年会有更多的收入确认，业绩释放可期。其中，一个订单里，普建加设计占比 30%，医疗工程占比 25-30%，设备占比 25-30%，剩下的是配套业务；医疗工程的毛利率会控制 35% 左右，普建的毛利率保持 18%-20%，设备的毛利率大概 25%-30%，产品比例不同会导致毛利率有波动。

2、工程进展顺利，项目落地加快

项目进度方面，半年报上订单状态显示“待审计”的指今年能结完款项，状态显示“施工”则不能今年结完。因为大多数项目已纳入地方政府财政预算，所以收款也比较顺利。临渭区中医院、夏邑县中医院都是在招标之前就已经开始动工了，已经在推进过程中，这些项目都不包括在 46.28 亿元中。眉县项目的资金还没到位，但已经在招标了。其他已经签了合作框架协议的项目都是在推进过程中。

13 年-15 年上半年比较特殊，由于地方财政的原因，这一段时间接到的订单较少。15 年下半年以来开工的项目逐渐增多，新增订单快速增长（16 年新增订单近 50 亿）。而且不超过一个亿的订单公司没有公告，这些小项目也有一定的数量，主要是医疗工程或者设备配套的业务，从几百万到几千万不等。

2016 上半年建造合同收入同比增长 75.23%，相比 15 年的-65.07% 有了较大的改善，同时医疗专业工程同比增长 44.28%，意味着公司 PPP 项目落地加快，随着项目的推进逐步确认为工程收入。

3、买信业务同步进行，进展顺利

买方信贷是尚荣起家的业务模式，即为新建的医院提供融资担保向银行贷款，用于支付医院项目的建设费用。一般贷款总额不超过合同总额的 70%，最后尚荣以贷款金额的 15% 作为保证金，并体现在公司的货币资金中。对于一些经济发展相对落后、财政来源比较紧张的地方政府来说，是非常有吸引力的合作模式。公司自 2003 年开展买方信贷业务至今，未发生因医院不能偿还银行贷款而带来的担保风险。截至 16 年中报，在不包括对子公司的担保情况下，其期末已审批的对外担保额度合计仅有 6.30 亿元，相对于其 18.57 亿元的净资产而言并不算多。

目前公司仍在开展买信模式的医院建设业务，但公司自己的资产对这种规模有限制，买信业务要求公司要交保证金，如果大规模做，银行的授信额度会下降。但这种业务比例不会减少，因为公司的规模也在增加。目前，买信业务和 PPP 模式的规模都在增加。买信业务是地方和医院出资 30%，银行看到资金到位才放款 70%。

另外，非买信业务也有一定的增长，但不赚钱。比如深圳的南科大项目，协和医院项目，因为是深圳政府的形象工程所以必须要做，这种特殊情况会导致毛利率波动。

二、医院建设 PPP 项目进入爆发期，目标 5 年管理 30 家医院

1、PPP 医院建设共 5 项目 6 医院，有望进入爆发期

医院建设 PPP 项目正进入爆发期。公司 14 年底开始涉足医院 PPP 项目，随着各级政府的日益重视，PPP 项目正加速落地。监管层不再过分在乎 GDP 的增长指标，更多的是关注民生的投资，特别是基层医院的建设改造（关系到分级诊疗的推广进度）；同时由于基层缺钱的原因，政府对 PPP 项目有比较高的热情。

目前公司医院建设 PPP 项目共 5 个项目涉及 6 个医院，其中富平中医院即将开业，独山中医院、秦皇

岛广济医院正在施工中：

富平中医院已经完工，8月底已试开业，预计国庆节后正式开业。该医院总投资2亿元，公司出资5000万，另外1.5亿是通过引进银行等其他财务投资者（银行的要求回报为7.6%）使用杠杆融资。公司成立医院管理公司（持股52%）负责项目的建设和医院的运营，医管公司占医院的股权超30%。建成后，预计明年医院收入1个亿，后年能达1.5亿。其中，医院建设的净利润能达到3500万左右，加上其它合同费用、设备配套等收入，差不多能收回前期5000万的投资。

独山中医院总投资额2个亿，是迁建项目，建成后有500个床位，预计年收入达1.5个亿。

秦皇岛广济医院总投资额9个亿，定位为一家综合性医院，建成后有1000个床位，预计年收入达6个亿。广济医院的老医院会保留，以后会作为社区医院或康复中心，预计收入2-3亿，会并到医院管理公司旗下。老医院和新医院有点距离，老医院在县城中心，新医院在新区，长远来看，新医院地理位置更好。

公司希望通过PPP模式达到5年管理30家医院的目标。

2、PPP项目有望带动供应链业务和后勤托管业务

公司是医院管理公司的控股股东，而医院的理事会由医院管理公司控制，所以医院建成后尚荣会接管医院的供应链业务，**通过向医院供应耗材产品获得稳定的现金流，这是PPP项目最大的优势**。预计富平中医院明年能体现供应链的收入，秦皇岛广济医院的耗材到时也会管理，未来其他自己管理的医院也会尽量采用自己供应的耗材。

公司计划通过持续并购提高其供应链能力。目前只有PPP项目可以做供应链业务，其他买信业务的医院建设项目虽然也可以做，但是和原有供应商竞争没有优势，所以公司暂时没有涉足。公司此前已收购2家耗材供应商：

1) 普尔德主营耗材的出口业务，其订单规模保持10%-15%的增长，符合整个行业的增长水平。同时有股权转让方的对赌保证（承诺净利润不低于3790万），普尔德并表收入不会下滑。为了给自己的医院配送，目前公司正加快申请国内的产品注册证。一次性手术包方面，公司原本计划在国内通过收购别的品牌并让普尔德贴牌生产，但合作方案没谈好，现在决定自己拿证，同时要建设新的车间以通过GMP认证，预计明年上半年会有结果。如果不成功则会采取代理或直接贴牌生产的方式。

2) 吉美瑞主要从事骨科耗材等植入型耗材，体量较小，占公司耗材收入的比重较低。当初收购吉美瑞是出于战略性布局，符合针对骨科康复、大专科小综合的方向。目前正在准备让吉美瑞挂牌新三板，希望通过融资进一步做大骨科耗材，强化耗材供应链业务。

医院收入结构中，一般药品占40%，耗材占20%（中医院的药占比要比综合性医院高），所以供应链配送的收入占医院总收入的60%，利润率约5%，另外药房托管业务有8%的利润率，总体利润率13%-15%。**未来形成医院集群后可以产生规模效应，议价能力会提高，采购成本会下降。**

后勤托管不是每一家医院都做，一般只有一二线城市大医院会选择后勤托管，而这些不是公司的拓展目标，所以公司目前的后勤托管业务规模比较小，做了10年并没有很快的增长，去年收入做到5000万。富平中医院是公司做的后勤托管，毛利率有20%，净利率大概8%。

3、相比同行，公司医院建设综合配套服务能力突出，项目融资模式更有优势

公司的核心竞争力是在医院建设这一细分行业中，尚荣一直比较专注，发展领先。当医用工程是蓝海，尚荣做医用工程；当医用工程变红海的时候，尚荣已开始做总包业务。公司的买信业务拉进银行、金融机构，通过应用杠杆来为地方政府提供建设医院的资金，减轻财政负担。当公司的买信业务规模受限，而且大家意识到买信业务的时候，尚荣已经开始转向医院PPP模式。不同于买信业务，**PPP模式属股权投资，且使用了2次杠杆，公司能以较低的资金成本取得医院的经营管理权**；而且项目费用纳入到地方财政预算中，违约风险较低。目前，一个医院建设项目从开始规划、设计、建设到最后交钥匙，尚荣是少数能完成的企业之一，所以能提供医院建设综合配套服务是公司的核心竞争力。

其他的一些医院建设工程企业没有总包资质和设计能力，融资能力不如尚荣。这些企业往往不能通过

买方信贷的方式向银行为医院贷款，只能以自有资金投入，或者把银行的资金变成自己的债权，再转为医院建设的资金。另外，尚荣是最早涉足医院建设项目的企业之一，在项目质量和风险的把控上更有经验。

医院 PPP 还是蓝海市场，需求大，竞争小。虽然目前越来越多企业开始投资医院 PPP 项目，但是项目落地的速度也在加快，一方面中央层面即将公布第三批 PPP 示范项目名单，投资金额预计将达到万亿元；另一方面地方的 PPP 示范推介项目也在同步密集推出。所以尚荣还有选择的空间，而且模式也不尽相同，尚荣是 BOO 模式，其他更多是 BOT 模式。公司投资的都是当地比较大的县级医院，能控制当地医疗资源，而分级诊疗的重点就是县级医院和中医院。

4、与银行等机构合作，分担财务风险

银行的回报率要 7.4%-8%，回收期五年。和银行的合作必须五年期，建医院至少要两年。富平项目较为特殊，由于是政府的烂尾项目，所以只用了七个月便完工。独山中医院的建设期要 2 年半，秦皇岛广济医院也要 2 年左右才可建成。

银行退出的方法是股权转让。公司劣后兜底，然后是公司的大股东兜底。

三、深度参与医院经营，打造医疗服务平台

1、医院选择：看重人口基数、地理位置、现金流和老院资源

在医院的選擇上，首先看地区的人口基数，一般要 40-50 万以上。尽管富平中医院原先的规模很小，每年收入只有 3000 多万，但是富平县的人口有 80 万。而当地最大的一家医院虽然年收入达 2-3 亿，但是已经满负荷运作，医疗资源相对匮乏，还有较大的供需差。因此在当地建新医院是很好的选择，建成后医院收入可能呈几何级数增长，潜力巨大。秦皇岛广济医院的老院的收入规模 3.5 亿，已经到极限，新医院建成后能达到 6 个亿的收入规模。而且新院的地理位置十分好，在南戴河和北戴河交接处，人口基数也大，未来经济也有发展的空间。

其次看医院的现金流，需要地方的财政做背书。此外还必须是老院新建或迁址的项目，不会考虑自己建新医院，因为新医院盈利较慢，而老院原有的品牌影响力和技术团队是宝贵的医疗资源。

通过 PPP 项目拿医院的成本比用 PE 的方式要小很多。股权上面尚荣必须占股 51-75%，如果是院校的附属医院，参股也可以。公司医院建设项目主要在我国中西部，但是在福建和广东也有项目。

2、医院经营定价按照国家标准，和民营医院盈利水平差不多

由于 PPP 项目的医院建成后仍然是非营利性医院，其药品和服务定价必须按照国家标准制定，药价、服务费用都不能高于当地的最高限价，其盈利水平跟民营医院差不多。

公立医院没有损益表，只有收入支出表，所以没有办法被并表。同时因为是基金控股，所以医院的报表不会并到尚荣。但医院的其他增值业务收入如供应链、药房托管、后勤托管等会体现在医院管理公司的收入中，而医管公司由于是尚荣控股的，其收入和利润会体现在尚荣的报表上。

3、新院的人力资源管理机制灵活

公司的每一个 PPP 项目都会和当地政府成立医院管理公司。医管公司在医院理事会占主导地位，掌握医院的经营管理权。出于对老院团队的认可，医院管理层还是用原先的管理团队，但是后续会有人员补充。同时当地政府也会和尚荣开展更广泛的合作，把其他的医院交给尚荣托管。医院建设项目选择 PPP 模式还是买信业务模式要取决于医院的态度和当地政府的态度。

人员管理采用“老人老办法，新人新办法”的方式。原先采用编制的仍保留编制，如果是招新的则完全市场化，即合同工的形式。医院建成后“老人”和“新人”都会按照新的薪酬体制管理，保证不低于原先的水平，在当地劳动力市场具有绝对竞争力。退休后，“老人”按照编制的待遇来，“新人”按照所交社保的待遇来处理。

4、与联影合作，拟建医院影像中心

上海联影是公司的战略合作伙伴，目前公司和联影医疗合作主要是两方面：一方面是设备购买的合作，为新建的医院供应联影的医学影像设备，因为县级医院以采购国产设备为主，从联影医疗采购会有价格上的优势。另一方面是合作建立区域影像中心。如果未来县级医院要建影像中心的话，会优先和联影合作。这种区域影像中心具有广阔的发展前景，因为当地的诊所和社区医院需求巨大。

四、 盈利预测

假设前提：

1. 国家政策稳定，第三批 PPP 项目于今年发布，公司未来订单持续稳定增长，耗材业务发展顺利；
2. 暂无导致毛利率和三项费用率明显提升或降低的因素，未来 3 年基本保持稳定；
3. 买方信贷、PPP 项目回款顺利，没有出现重大违约风险。
4. 公司建设合同收入未来三年分别 100%、100% 和 80% 的增长，毛利率维持 21%；
5. 公司设计服务收入未来三年维持 30% 的增长，毛利率维持 33%；
6. 公司医疗设备销售收入未来三年分别 50%、50% 和 40% 的增长，毛利率维持 40%；
7. 公司医疗专业工程收入未来三年分别 50%、50% 和 40% 的增长，毛利率维持 33%；
8. 公司医用耗材收入未来三年分别 45%、50% 和 40% 的增长，毛利率维持 20%；
9. 公司后勤托管收入未来三年维持 10% 的增长，毛利率维持 27%；
10. 公司总包管理费收入未来三年维持 10% 的增长，毛利率维持 100%；
11. 经过预测，公司 2016-2018 预计分别实现营业收入 24.20、36.51、51.79 亿元。

图表1. 收入预测

收入 (百万元)		2015	2016E	2017E	2018E
建造合同收入	收入	64.25	128.50	257.00	462.60
	同比增长	-65.07%	100.00%	100.00%	80.00%
	毛利率	30.97%	21.00%	21.00%	21.00%
设计服务	收入	29.79	38.73	50.35	65.45
	同比增长	-11.07%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	28.13%	33.00%	33.00%	33.00%
医疗设备销售	收入	168.55	252.83	379.24	530.93
	同比增长	32.64%	50.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	28.13%	40.00%	40.00%	40.00%
医疗专业工程	收入	495.70	743.55	1115.33	1561.46
	同比增长	211.33%	50.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	31.64%	33.00%	33.00%	33.00%
医用耗材	收入	803.96	1165.74	1748.61	2448.06
	同比增长	43.26%	45.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	19.83%	20.00%	20.00%	20.00%
医院后勤托管服务	收入	53.20	58.52	64.37	70.81
	同比增长	16.34%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	25.91%	27.00%	27.00%	27.00%

总包管理费	收入	29.50	32.45	35.70	39.26
	同比增长	-47.43%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业收入合计	收入	1644.95	2420.31	3650.59	5178.57
	增长率	42.81%	45.25%	50.83%	41.86%

图表2. 成本预测

成本 (百万元)		2015	2016E	2017E	2018E
建造合同收入	成本	44.35	101.52	203.03	365.45
	同比增长	-70.48%	128.90%	100.00%	80.00%
	毛利率	30.97%	21.00%	21.00%	21.00%
设计服务	成本	21.41	25.95	33.73	43.85
	同比增长	27.85%	21.19%	30.00%	30.00%
	毛利率	28.13%	33.00%	33.00%	33.00%
医疗设备销售	成本	121.13	151.70	227.54	318.56
	同比增长	57.14%	25.23%	50.00%	40.00%
	毛利率	28.13%	40.00%	40.00%	40.00%
医疗专业工程	成本	338.83	498.18	747.27	1046.17
	同比增长	257.44%	47.03%	50.00%	40.00%
	毛利率	31.64%	33.00%	33.00%	33.00%
医用耗材	成本	644.57	932.59	1398.89	1958.45
	同比增长	40.59%	44.68%	50.00%	40.00%
	毛利率	19.83%	20.00%	20.00%	20.00%
医院后勤托管服务	成本	39.41	42.72	46.99	51.69
	同比增长	21.13%	8.40%	10.00%	10.00%
	毛利率	25.91%	27.00%	27.00%	27.00%
总包管理费	成本	0.00	0.00	0.00	0.00
	同比增长	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业成本合计	成本	1209.70	1752.65	2657.45	3784.18
	增长率	48.77%	44.88%	51.62%	42.40%

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2059.99	3096.56	4378.10	6226.47	经营活动现金流	217.62	382.33	-218.44	390.66
现金	385.92	859.11	1070.64	1678.47	净利润	155.07	218.76	320.61	434.03
应收账款	932.85	1315.82	2014.18	2836.29	折旧摊销	29.64	48.29	80.05	119.82
其它应收款	38.83	61.74	88.30	125.71	财务费用	5.10	12.10	14.71	23.38
预付账款	84.19	97.54	189.76	208.22	投资损失	-6.47	-5.24	-5.26	-4.25
存货	299.09	564.35	754.69	1146.58	营运资金变动	-364.40	105.85	-627.27	-182.97
其他	319.11	198.00	260.54	231.19	其它	398.68	2.57	-1.29	0.64
非流动资产	854.86	1047.51	1423.05	1848.08	投资活动现金流	-447.44	-237.82	-449.27	-541.13
长期投资	8.04	8.42	8.80	9.18	资本支出	128.58	265.77	381.88	421.29
固定资产	234.22	395.43	603.59	849.00	长期投资	-2.42	1.64	-0.25	0.69
无形资产	163.02	243.22	364.87	520.35	其他	-321.28	29.59	-67.65	-119.15
其他	449.58	400.44	445.79	469.55	筹资活动现金流	43.19	-84.49	20.13	-41.61
资产总计	2914.85	4144.07	5801.15	8074.55	短期借款	160.82	-80.41	40.21	-20.10
流动负债	1184.37	2194.82	3543.28	5387.56	长期借款	28.58	-0.44	10.43	6.07
短期借款	242.82	575.58	1474.91	2254.71	其他	-146.21	-3.64	-30.50	-27.57
应付账款	560.76	965.33	1279.55	1965.55	现金净增加额	-186.63	60.02	-647.59	-192.08
其他	380.79	653.91	788.82	1167.29					
非流动负债	171.30	84.37	94.58	100.76	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	61.05	60.61	71.03	77.10	成长能力				
其他	110.25	23.77	23.54	23.66	营业收入增长率	0.43	0.45	0.51	0.42
负债合计	1355.67	2279.19	3637.85	5488.31	营业利润增长率	0.38	0.42	0.47	0.36
少数股东权益	101.80	121.80	141.30	161.06	归属于母公司净利润	0.33	0.46	0.51	0.38
归属母公司股东权益	1457.39	1656.15	1935.06	2338.25	获利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	2914.85	4057.14	5714.22	7987.62	毛利率	0.27	0.28	0.27	0.27
					净利率	0.09	0.09	0.09	0.08
					ROE	0.09	0.12	0.16	0.18
					ROIC	0.09	0.09	0.09	0.09
					偿债能力				
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	0.47	0.55	0.63	0.68
营业收入	1666.32	2420.31	3650.59	5178.57	净负债比率	0.20	0.37	0.75	0.94
营业成本	1215.91	1752.65	2657.45	3784.18	流动比率	1.74	1.41	1.24	1.16
营业税金及附加	27.22	36.34	57.23	79.47	速动比率	1.49	1.15	1.02	0.94
营业费用	59.26	87.13	131.42	186.43	营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	152.31	225.09	339.50	481.61	总资产周转率	0.63	0.69	0.73	0.75
财务费用	5.10	12.10	14.71	23.38	应收账款周转率	0.56	0.54	0.55	0.55
资产减值损失	31.48	54.11	75.29	111.29	应付账款周转率	2.44	2.30	2.37	2.33
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.47	5.24	5.26	4.25	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.45	0.68	0.93
营业利润	181.51	258.13	380.24	516.47	每股经营现金流(最新)	0.49	0.86	-0.49	0.88
营业外收入	4.94	5.00	5.00	5.00	每股净资产(最新摊)	3.51	4.00	4.68	5.63
营业外支出	0.44	0.50	0.50	0.50	估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	186.01	262.63	384.74	520.97	P/E	99.75	51.61	34.07	24.76
所得税	30.94	43.87	64.13	86.93	P/B	9.31	6.19	5.30	4.39
净利润	155.07	218.76	320.61	434.03	EV/EBITDA	63.06	32.72	23.44	17.32
少数股东损益	19.01	20.00	19.51	19.75					
归属母公司净利润	136.06	198.76	301.10	414.28					
EBITDA	215.65	310.91	464.79	640.79					
EP	0.31	0.45	0.68	0.93					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。