

## 顺应行业发展, 全国扩张与产业链整合有序推进

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 公司开展的 IVD 综合流通服务符合行业发展趋势, 目前已进入华东向全国复制的高速扩张阶段, 业绩增长确定性强; 平台属性突出, 或将在现有业务深化的基础上谋求产业链延伸, 尤其是向下游服务领域延伸将显著提升估值; 大股东及员工高比例参与增发彰显对未来发展的信心。
- **行业整合加剧, 公司业务模式进入加速推广期。** IVD 流通市场规模约 800-900 亿元, 并以 15% 的速度增加; 顺应医改趋势, 医院检验科的利润中心地位逐步凸显, 高附加值成为 IVD 流通商征战市场的有力武器, 将促进 IVD 流通产业加速向集约化、专业化、规模化方向发展; “两票制” 政策将从药品流域向器械、耗材领域推进, IVD 流通环节市场分散, 整合空间大, 公司作为行业内唯一 A 股上市公司, 资本实力雄厚, 业务模式极具竞争力, 可通过提供高附加值的服务增强客户粘性, 扩大终端规模与市占率, 并在此基础上逐步实现规模效应, 在行业整合中先行者优势突出, 具备发展成为行业龙头的潜质。我们预计随着全国性网点加速铺设, 外延与内生齐发力, 业绩进入高速增长阶段。
- **公司业务执行力强, 全国扩张与产业链整合有序推进。** 1) 从流通业务的覆盖范围来看, 在传统优势华东地区, 公司携手国控器械成立子公司国控润达, 启动二次腾飞; 在华东外区域, 公司外延并购、业务合作、新设网点齐头并进, 业务覆盖面扩展迅速, 2014-2016 年已从 6 个省市扩张到 17 个省市。2) 从产业链延伸来看, 公司向上布局特色产品, 嫁接公司终端实现快速上量, 目前已布局自产生化、糖化血红蛋白、化学发光、POCT、分子诊断、自免及过敏原检测等产品; 向下依托医疗终端向下发展服务业务, 如与金城检验设立合资公司开展第三方检验服务, 与黑龙江省 4 家三甲医院签订《合作协议》, 共同建设临床医学精准检验检测中心。
- **大股东及员工高比例参与增发彰显未来发展信心。** 公司拟定向增发 3986 万股, 募集资金 11.5 亿元, 发行价为 28.8 元/股。目前该方案已获得证监会批文, 我们预计将于年内实施。自公司首次推出定增方案 (2015 年 12 月 26 日) 至今, A 股市场动荡剧烈, 上证综指下跌 17.2%、沪深 300 指数下跌 15.6%, 公司定增价格未予调整 (除权除息除外), 且从定增方案来看, 公司大股东合计认购 52.3%, 员工持股认购 5.8%, 体现出公司管理层对公司未来发展的坚定信心。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 增发摊薄后 EPS 分别为 0.44 元、0.62 元和 0.78 元, 对应增发摊薄后 PE 分别为 74 倍、53 倍、42 倍。公司整包业务顺应国家医改趋势和医院诉求, 是目前医改环境下明确受益标的, 发展空间巨大, 坚定看好公司长期发展。同时考虑到定增已获批文, 大股东大比例增持及员工持股彰显对公司未来发展信心, 未来有持续外延预期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 外延扩张不及预期风险, 异地项目进展不及预期风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1628.64	2139.38	2977.57	3575.97
增长率	19.89%	31.36%	39.18%	20.10%
归属母公司净利润 (百万元)	91.76	141.54	200.52	251.36
增长率	22.08%	54.25%	41.67%	25.36%
每股收益 EPS (元)	0.28	0.44	0.62	0.78
净资产收益率 ROE	9.95%	5.84%	7.66%	8.80%
PE	117	74	53	42
PB	11.49	4.37	4.05	3.71

数据来源: Wind, 西南证券

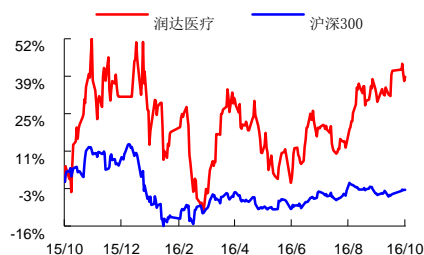
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星  
电话: 021-68415020  
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.82
流通 A 股(亿股)	1.23
52 周内股价区间(元)	23.45-107.87
总市值(亿元)	93.52
总资产(亿元)	21.99
每股净资产(元)	3.38

### 相关研究

1. 润达医疗 (603108): 首单技术服务能力输出, 全国性服务平台加速推进 (2016-09-30)
2. 润达医疗 (603108): 业绩表现靓丽, 整体综合服务业务正快速发展 (2016-08-26)
3. 润达医疗 (603108): 异地扩张再下一城, 持续外延发展可期 (2016-08-05)
4. 润达医疗 (603108): 开启上市后异地扩张第一步, 持续外延可期 (2016-07-04)

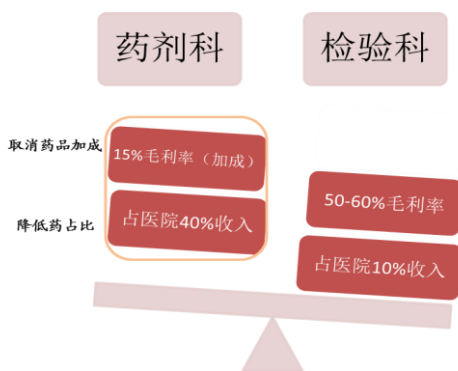
# 1 行业整合加剧，公司业务模式进入加速推广期

## 1.1 医院成本诉求加大，提供高附加值的业务模式有望脱颖而出

由于我国医疗资源主要集中在医院，因此，医院市场自古以来便是药品和器械流通商的必争之地。药品收入与检查收入占据了医院收入的大部分，随着医改进程的深化，取消药品加成是大势所趋，检验科将成为利润中心，近年来，住院病人人均检查费用占比不断攀升，检查收入占医院收入的比例也逐步增大。

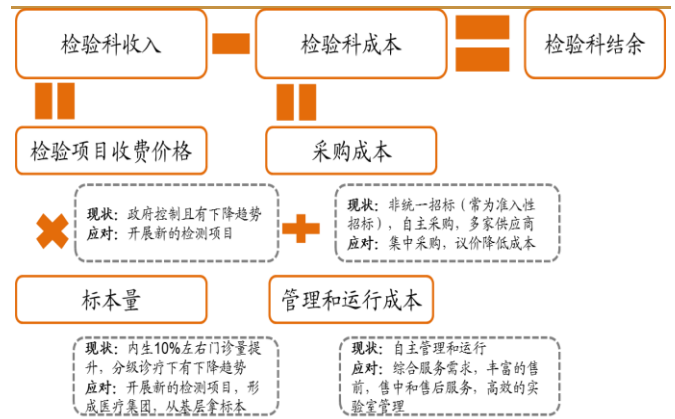
与药占比指标类似，医院虽然无检验费用占比指标，但行业内一般认为超过 15% 为过度检查，且检验科收入端的价格由政府控制，在医改趋势下，其优化效率，降低成本、提升盈利能力需求显得更为迫切。2016 年 7 月《推进医疗服务价格改革意见的通知》中提出要降低大型医用设备检查治疗和检验等价格，为医院检验科的控费进一步增添了动力。在此背景下，能够提供高附加值的流通商往往更受青睐。IVD 流通的附加值可体现为从产品组合、仓储配送等各环节减少医院采购 IVD 产品时发生的采购成本、时间成本、人力成本、仓储成本等。我们认为，顺应医改趋势和医院利益诉求，高附加值将成为 IVD 流通商征战市场的有力武器，高附加值对流通商的综合素质要求较高，将促进 IVD 流通产业加速向集约化、专业化、规模化发展。

图 1：取消药品加成后检验科利润中心地位凸显



数据来源：西南证券

图 2：检验科提高结余的主要方式



数据来源：西南证券

目前市场上主要有两类第三方参与者参与医院检验联控费，一类是综合流通服务商，另一类是第三方医学实验室，前者以润达医疗、海尔斯和赛里斯等为代表，后者以迪安诊断、金域检验和四川大家等为代表。

表 1：参与医院检验联控费的两类第三方参与者

参与者	模式	满足医院诉求	盈利模式	与非合作医院关系
综合流通服务商	分部小包（实力较小的代理商）	控成本	经销货差价	无业务竞争，可向片区内所有医疗机构扩张，市场空间最大
	整体大包（综合实力强的代理商）	控成本+提高管理和运行效率	经销货差价+增值服务	
第三方医学实验室	实验室共建（政府立医院，买卖关系）	增收入+控成本+提高管理和运行效率	主要第三方检验服务+经销货差价	有业务竞争，在一个地市仅可与一家二级

参与者	模式	满足医院诉求	盈利模式	与非合作医院关系
	实验室托管 (非政府立医院, 利益分成)	增收入+控成本+提高管理和运行效率	主要第三方检验服务+经销货差价	或三级医院合作

数据来源: 西南证券

相比而言, 第三方医学实验室满足医院诉求的方式更为多样化, 但在现有国内医疗体系下, 医疗资源主要集中在医院, 综合流通服务在解决与医院的利益分成矛盾、处理与医院的业务竞争上均更显灵活性。因此, 我们判断综合流通服务商在参与医院控费时更具扩张潜力。

## 1.2 耗材有望紧随药品“两票制”, 行业整合将进入加速阶段

2015 年以来, “两票制”已在药品领域掀起轩然大波。“两票制”是指药品从药厂卖到一级经销商开一次发票, 经销商卖到医院再开一次发票。以“两票”代替目前常见的七票、八票。两票制考验流通企业的终端配送能力, 随着全国医改试点城市两票制政策的陆续出台, 药品流通领域已经展开了加速整合。

与此同时, 器械、耗材领域的“两票制”已初现端倪, 截止目前, 医改试点省份陕西、宁夏, 以及试点城市广东惠州、河北 6 市已出具了推行耗材领域“两票制”的具体方案。而在 2016 年 7 月, 国家卫生计生委等 9 部委联合印发《2016 年纠正医药购销和医疗服务中不正之风专项治理工作要点》, 其中明确提出, 要在综合医改试点省和城市公立医院综合改革试点地区的药品、耗材采购中实行“两票制”。

表 2: 目前部分地区已出具耗材领域两票制执行方案

	执行方案
陕西省	从 2017 年 1 月 1 日起, 全省公立医疗机构医用耗材全部实行“两票制” 此外, 为了配合“两票制”的推行, 将压缩公立医疗机构耗材配送企业数量, 提高配送集中度。到 2017 年 1 月, 三级公立医疗机构耗材配送企业不得超过 15 家, 二级公立医疗机构耗材配送商不超 10 家
宁夏省	公开药品目录、采购、配送, 逐步实行药品和医用耗材“两票制”, 压减中间环节, 实现全过程阳光透明
广东惠州	取消药品和耗材加成, 推行药品和耗材两票制
国家卫计委	联合 9 部委印发《2016 年纠正医药购销和医疗服务中不正之风专项治理工作要点》, 其中明确提出, 要在综合医改试点省和城市公立医院综合改革试点地区的药品、耗材采购中实行“两票制”

数据来源: 西南证券整理

我们认为: 耗材领域“两票制”的实行将带来耗材流通整合的加速, IVD 产品在耗材领域内专业性较强, 目前尚未出现广覆盖的、专业性强的、具备综合配送能力的龙头企业, 润达医疗依托其整包服务, 有望在行业整合中占领市场先机。

## 1.3 公司业务模式顺应行业发展, 将进入加速推广期

公司的综合服务体系主要包括较为齐全的产品组合选择方案、专业技术服务团队与服务网络、信息化管理的仓储物流配送系统, 能够为各类医学实验室的检验工作提供全方位技术支持服务, 也能够为产品制造商提供完善的销售支持及客户渠道管理等综合服务。

具体来看, 公司的竞争优势体现在以下几点:

### ➤ 全方位的专业技术服务：深度绑定医院检验科

尽管目前国内已有部分 IVD 流通企业开始涉足流通服务，但能全面覆盖流通环节的企业并不多。公司提供的专业技术服务对流通环节的售前、售中和售后均实现了全方位覆盖，不仅如此，还参与了医院实验室设计环节。目前直接或间接管理的二甲及以上医院有 86 家，每年新签约医院数约 30 余家。我们认为公司将通过全方位深度服务绑定检验科，从而借助独有的 IVD 销售渠道实现销售规模的扩大和下游议价能力的提升。

**表 3：国内各主要 IVD 流通服务企业服务覆盖面**

	售前		售中			售后	其它	
	产品组合	学术推广	冷链物流	库存管理	安装培训	及时售后	实验室设计	医院管理
润达医疗	√	√	√	√	√	√	√	
合富医疗	√	√	√	√	√	√	√	√
海尔施	√	√	√		√	√	√	
赛里斯		√			√	√		

数据来源：各公司公告，西南证券

### ➤ 产品种类齐全丰富：可满足客户个性化需求

相对其它 IVD 产品流通商来说，公司的产品梯队建设较为完善，构建的体外诊断产品体系涵盖 13 个产品种类，近 4000 个品种规格，覆盖体外诊断领域的主要检验项目。目前经销的产品包括强生、雅培、西门子、希森美康、积水、碧迪等众多国内外知名品牌，终端用户为国内二级以上医院；自产产品包括糖化血红蛋白分析仪及配套试剂、血气分析仪及配套试剂和多种生化试剂，可适应国内二级及以下医院对体外诊断产品的需求。我们认为多品牌、全产品类的优质产品有助于公司设计满足客户的个性化需求的产品组合，通过合理的组合搭配使客户在性能和价格方面取得综合平衡，并通过规模化采购获取较为优惠的采购成本。

**表 4：国内各主要 IVD 流通企业代理品牌**

	主要经营品牌
润达医疗	强生、雅培、积水、碧迪、思塔高、希森美康、西门子等 15 家，自产产品
威士达医疗	希森美康、美国 IRIS、日本 ARKRAY 等
执信医疗（山东）	罗氏、希森美康、碧迪等
海尔施	贝克曼库尔特、沃芬集团、Immucor 等
广州宝迪	西门子、奥林巴斯、强生、雅培等
合富医疗	国内外各主要 IVD 产品生产商
赛里斯	西门子、德国 BE、梅里埃、奥地利 TC 等
迪安诊断	罗氏、法国梅里埃、凯杰生物、德国科宝等

数据来源：公司公告，西南证券

### ➤ 背景资源雄厚：团队+物流+信息平台+资本市场助力扩张

我们认为公司已经拥有发展实验室综合服务业务的各项资源，快速扩张的道路已经铺平，未来几年将步入业绩高速增长期。

图 3：润达医疗背景资源雄厚



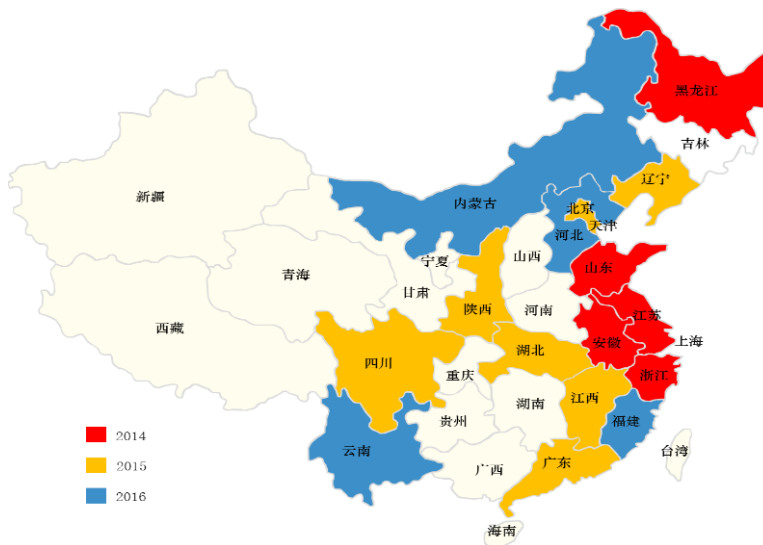
数据来源：公司公告，西南证券

## 2 公司业务执行力强，全国扩张与产业链整合有序推进

### 2.1 华东区域二次腾飞，华东外区域扩张迅速

从覆盖范围来看，2014-2016 年公司业务覆盖面扩展迅速，已从 6 个省市扩张到 17 个省市，目前的业务主要集中在华东地区及黑龙江地区。

图 4：润达医疗医学实验室综合服务覆盖区域



数据来源：公司公告，西南证券

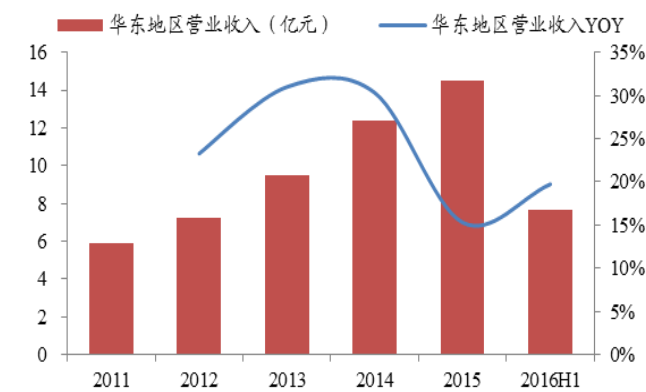
#### 2.1.1 华东地区：携手国控器械，启动二次腾飞

公司起家于华东地区。经过多年的市场开拓，在华东地区已经布局了完善的直销、分销网络，服务网络已经延伸到地级市，基本可做到在 2 个小时内响应客户的需求，目前华东地区收入占据公司总收入的比例约 90%。

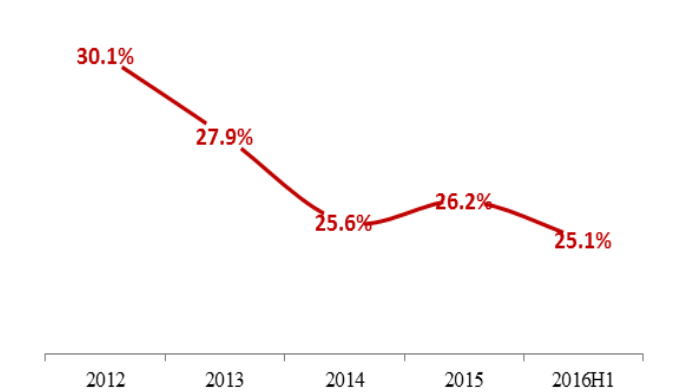
公司于 2015 年 7 月公告基于与国控器械对各自渠道与服务优势资源的认同，双方拟签署《合资经营协议》合资设立国药控股润达医疗器械发展（上海）有限公司，在全国范围内提供医学检验产品及综合服务为主营业务的集约化供应及集成服务。其中国控器械出资 300 万元，持有 51% 的股权；公司出资 288 万元，持有 49% 的股权。目前合资公司运营状况良

好，国控器械负责签订医院项目，公司负责项目实施。我们认为合资公司的成立将整合双方资源，国药控股医疗器械有限公司是中国医药集团总公司旗下国药控股股份有限公司全资子公司，是一家集产品销售代理、配送、连锁经营和售后服务为一体的专业医疗器械企业，背靠中国医药集团，具备遍布全国范围的营销网络和客户资源，公司有望继续借力国控器械的渠道和客户资源实现其在上海地区的二次腾飞。

在不断开发新医院终端及现有终端采购规模扩大的共同作用下，我们预计未来3年公司在华东地区的销售收入仍将保持15%左右的增速。

**图 5：润达医疗华东地区营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券

**图 6：润达医疗华东地区毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券

### 2.1.2 华东外区域：外延并购+业务合作+新设网点齐头并进

公司上市后加速华东外区域布局，从目前来看，全国扩张的主要模式主要有外延并购、业务合作和新设网点。

外延并购方面：2016 年年内已陆续收购怡丹生物 57% 股权和鑫海润邦 100% 股权，迈出向浙江和山东地区的异地扩张。

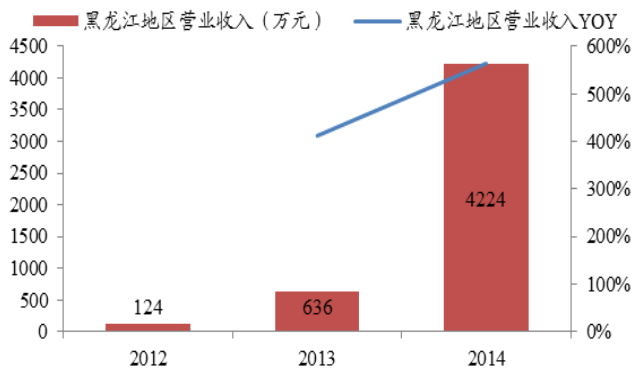
- 怡丹生物十多年来一直专注于体外诊断微生物产品领域，拥有覆盖浙江地区、客户依赖度高的业务网络和综合服务体系，拥有一支在微生物领域具有丰富从业经验的年轻管理团队，已树立了优质的品牌形象和市场美誉。
- 鑫海润邦在山东代理 BD、强生等十余个品牌，服务医疗机构中，6 家集中配送，50 余家直销。公司同时通过 300 余家分销合作伙伴，间接覆盖 600 余家医疗机构。
- 公司目前正在运行 2 支并购基金：2015 年 7 月参与投资 5000 万元参与的体外诊断产业投资基金上海盛瑚和 2016 年 3 月投资设立的专项产业基金上海润祺。其中，上海盛瑚以体外诊断为重点的医疗健康产业领域为投资方向，重点关注体外诊断行业的产品、流通与服务、信息技术及其他医疗服务等相关行业；上海润祺专注于医疗健康相关领域的产业整合和投资，有利于公司拓展投资领域、推进产业基金的实施和发展。我们认为积极参与设立并购基金体现了公司在 IVD 领域的整体战略布局，未来或将借力并购基金深度挖掘平台价值，进一步优化现有的业务模式，并进行产业链延伸、发掘新的增长点。

**业务合作方面：**公司陆续与合富医疗、东营东创、九江昊诚、长春金泽瑞等公司进行战略合作，以更快开发异地资源，实现业务扩张。

- 2016年3月，与合富医疗(中国)签署《战略合作框架协议》。合富医疗专注IVD流通，其特点为全院统一采购。合富深耕中国市场将近10年，具备渠道优势，润达的医学实验室综合服务更为完善，二者的协同将有助于市场开发的推进，扩大销售规模；二者均为IVD流通领域的领头羊，不考虑协同业务增量的情况下预计2016年销售额合计约25亿元，上游供应商的议价能力将得以增强，基础设施的成本将进一步摊薄，盈利能力将得以提升。
- 2016年3月，与东营东创、九江昊诚分别签署《战略合作协议》。东营东创、九江昊诚及其合伙人将利用其行业及社会资源，向公司提供业务信息和客户机会，并协助公司建立与客户的沟通渠道；在同等条件下，优先推荐公司为潜在客户提供服务。
- 2016年9月，与长春金泽瑞签署《战略合作框架协议》。金泽瑞是罗氏和希森美康在东北地区的主要经销商，具有较高的市占率和知名度。公司将与金泽瑞展开全面合作，其核心内容之一为构建统一服务平台。公司将依托金泽瑞在吉林和辽宁的客户基础，将进一步拓展整包业务，有望显著增加在东北地区收入。

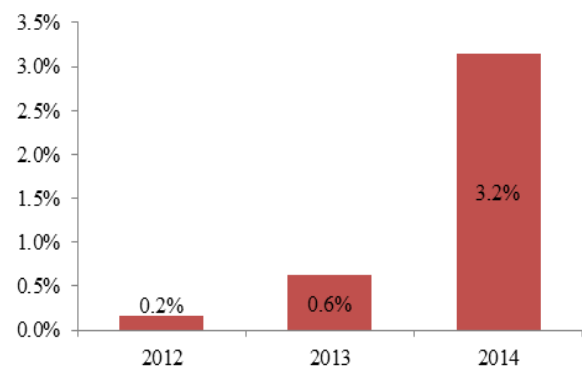
**新设网点方面：**网点布局在公司的发展中占据很重要的角色，以东北地区为例，2013年公司在哈尔滨设立网点，2014年黑龙江省的销售额就已达4224万元，约是2013年的7倍，占公司整体收入的比例由2013年的0.6%提升到了3.2%。

**图7：润达医疗黑龙江地区营业收入及增速**



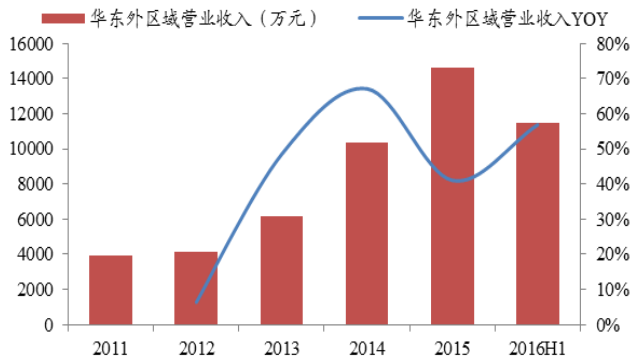
数据来源：公司公告、西南证券

**图8：润达医疗黑龙江地区收入占比**

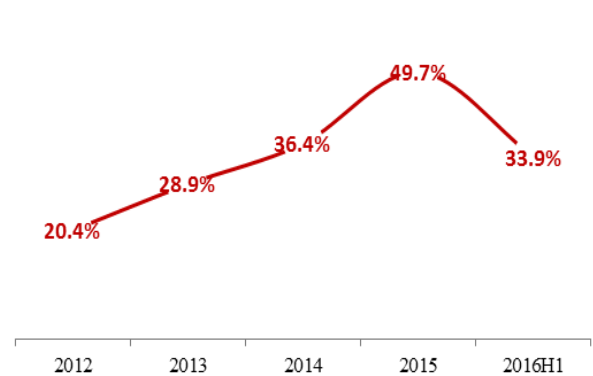


数据来源：公司公告、西南证券

外延并购、业务合作、新设网点三大战略齐头并进，公司华东外区域营业收入规模迅速扩大，2016H1华东外区域营业收入增长近2倍，且随着直销比例的扩大，毛利率呈迅速上升趋势。我们预计随着其它网点的陆续放量，公司华东外区域未来3年收入复合增速在50%以上，毛利率在35%左右。

**图 9：润达医疗华东外地区营业收入及增速**


数据来源：公司公告、西南证券

**图 10：润达医疗华东外地区毛利率**


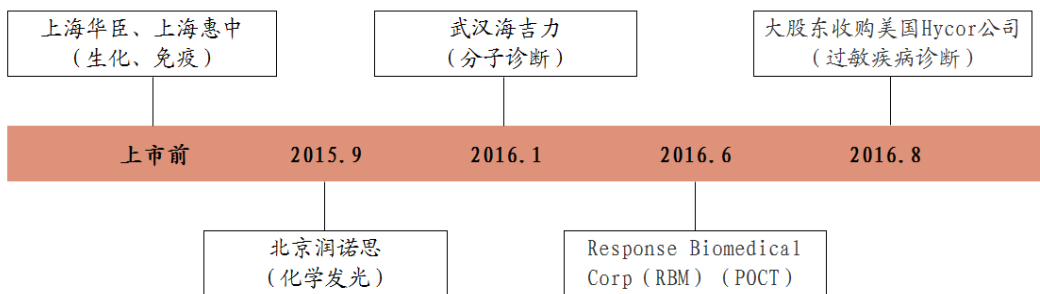
数据来源：公司公告、西南证券

## 2.2 深度挖掘平台价值，布局产业链纵向延伸

公司作为国内鲜有的跨区域 IVD 综合服务商，向上可承接 IVD 制造商，向下可对接医院客户，平台属性突出。从业务结构及近期动态来看，我们认为公司未来或将深入挖掘其平台价值，在现有业务深化的基础上谋求产业链延伸。

### 2.2.1 向上：自产产品有望借助平台实现快速放量

为满足各级医疗机构尤其是数量众多的二级及以下医院对高性价比体外诊断产品的迫切需求，公司引进专业技术研发人才进行自主品牌产品研发，亦前瞻性布局体外诊断产品早期研发和生产型企业。

**图 11：公司在上游产品领域进行的早期布局**


数据来源：公司公告、西南证券

除上市前布局的上海华臣和上海惠中外，公司布局的体外诊断生产企业均系早期研发和生产型企业，这些企业分布领域广泛，产品均能代表细分领域的发展方向，我们看好其未来与公司渠道的协同效应。

我们认为：公司自产产品目前还处于起步阶段，主要盈利点主要布局在糖化血红蛋白分析领域，未来或将延伸至其他领域。随着新产品的推出及流通服务在全国网络布局的进一步完善，未来有望借助营销平台实现快速放量。

### 2.2.2 向下：第三方检验服务酝酿新增长点

2015年9月，公司公告称拟与广州金域检测科技股份有限公司签署《合资经营协议》合资设立上海润金医疗科技有限公司，并共同开展医学实验室综合服务、区域性医学检验服务平台等业务，双方各持股50%，并计划出让合计不超过15%的股权，用于润金医疗的管理层激励。

2016年3月，公司公告与黑龙江省4家三甲医院（哈医大四院、齐齐哈尔医学院三院、牡丹江医学院红旗医院、佳木斯大学一院）签订《合作协议》，共同建设临床医学精准检验检测中心。

我们认为与金域检验的牵手及与黑龙江4家三甲医院的合作或意味着公司向检测服务领域逐步渗透。公司在IVD产业链上向上承接各大IVD产品制造商，向下通过流通服务与各医院保持良好合作关系，具备发展第三方检验服务的天然基因。与金域检验的结合更是有利于将各自优势整合到现有业务，产业链的纵向延伸或成为公司横向扩张外的另一增长点。

## 3 大股东、员工高比例认购定增彰显未来发展信心

公司于2015年12月启动再融资，拟定向增发3986万股，募集资金11.5亿元，发行价为28.8元/股。目前该定增方案已获得证监会批文，我们预计将于年内实施。

自公司首次推出定增方案（2015年12月26日）至今，A股市场动荡剧烈，上证综指下跌17.2%、沪深300指数下跌15.6%，公司定增价格未予调整（除权除息除外），且从定增方案来看，公司大股东（刘辉、朱文怡）合计认购52.3%，员工持股认购5.8%，体现出公司管理层对公司未来发展的坚定信心。截止2016年10月8日，公司收盘价为33.12元/股，相对定增价28.8元/股，具有较高的安全边际。

截止2016年中报，公司账面现金11亿，此次定增将进一步增强资本实力，后续外延扩张动力充足。

**表5：公司再融资方案中大股东和员工合计认购58.1%**

发行对象	认购股份（万股）	认购金额（亿元）	认购比例
刘辉	1253	3.6	31.4%
朱文怡	835	2.4	20.9%
员工持股	233	0.7	5.8%
其它机构投资者	1665	4.8	41.8%

数据来源：公司公告，西南证券

## 4 盈利预测与投资建议

预计2016-2018增发摊薄后EPS分别为0.44元、0.62元和0.78元，对应增发摊薄后PE分别为75倍、53倍、42倍。在医疗服务价格改革的大背景下，公司整包业务顺应国家医改趋势和医院诉求，是目前医改环境下明确受益标的，发展空间巨大，坚定看好公司长期发展。同时考虑到公司定增已获批文，大股东大比例增持及员工持股彰显对公司未来发展信心，未来有持续外延预期，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1628.64	2139.38	2977.57	3575.97	净利润	92.43	142.57	201.97	253.18
营业成本	1185.74	1565.42	2142.74	2571.96	折旧与摊销	72.87	89.41	89.41	89.41
营业税金及附加	3.96	5.48	7.26	8.86	财务费用	33.44	9.54	-0.66	-0.37
销售费用	156.11	213.94	312.65	357.60	资产减值损失	19.30	20.00	35.00	45.00
管理费用	110.11	136.92	211.41	253.89	经营营运资本变动	-380.92	-144.68	-404.77	-295.54
财务费用	33.44	9.54	-0.66	-0.37	其他	-63.81	6.11	-30.58	-42.44
资产减值损失	19.30	20.00	35.00	45.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-226.69</b>	<b>122.95</b>	<b>-109.62</b>	<b>49.25</b>
投资收益	-0.35	0.00	0.00	0.00	资本支出	-161.44	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-120.36	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-281.80</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>119.63</b>	<b>188.08</b>	<b>269.17</b>	<b>339.02</b>	短期借款	232.25	-512.25	0.00	0.00
其他非经营损益	6.31	6.51	6.59	6.50	长期借款	5.87	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>125.93</b>	<b>194.58</b>	<b>275.76</b>	<b>345.52</b>	股权融资	361.06	1376.17	0.00	0.00
所得税	33.51	52.02	73.79	92.34	支付股利	-4.23	-5.17	-7.97	-11.29
净利润	92.43	142.57	201.97	253.18	其他	-32.57	-39.79	0.66	0.37
少数股东损益	0.67	1.03	1.45	1.82	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>562.37</b>	<b>818.95</b>	<b>-7.31</b>	<b>-10.92</b>
归属母公司股东净利润	91.76	141.54	200.52	251.36	<b>现金流量净额</b>	<b>53.92</b>	<b>941.90</b>	<b>-116.93</b>	<b>38.33</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	189.82	1131.72	1014.79	1053.12	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	621.61	740.70	1046.07	1267.41	销售收入增长率	19.89%	31.36%	39.18%	20.10%
存货	395.52	522.17	714.74	857.92	营业利润增长率	24.75%	57.22%	43.12%	25.95%
其他流动资产	0.72	0.94	1.31	1.57	净利润增长率	23.06%	54.25%	41.67%	25.36%
长期股权投资	15.93	15.93	15.93	15.93	EBITDA 增长率	30.81%	27.04%	24.70%	19.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	368.74	283.29	197.84	112.38	毛利率	27.19%	26.83%	28.04%	28.08%
无形资产和开发支出	31.12	27.52	23.91	20.30	三费率	18.40%	16.85%	17.58%	17.09%
其他非流动资产	70.35	69.99	69.64	69.29	净利率	5.68%	6.66%	6.78%	7.08%
<b>资产总计</b>	<b>1693.82</b>	<b>2792.27</b>	<b>3084.23</b>	<b>3397.93</b>	ROE	9.95%	5.84%	7.66%	8.80%
短期借款	512.25	0.00	0.00	0.00	ROA	5.46%	5.11%	6.55%	7.45%
应付和预收款项	164.50	287.17	377.94	444.40	ROIC	10.48%	10.29%	11.95%	12.57%
长期借款	5.87	5.87	5.87	5.87	EBITDA/销售收入	13.87%	13.42%	12.02%	11.97%
其他负债	82.65	57.12	64.30	69.65	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>765.27</b>	<b>350.15</b>	<b>448.11</b>	<b>519.91</b>	总资产周转率	1.17	0.95	1.01	1.10
股本	94.13	322.24	322.24	322.24	固定资产周转率	6.28	8.34	17.40	41.76
资本公积	438.77	1586.82	1586.82	1586.82	应收账款周转率	3.36	3.39	3.57	3.32
留存收益	391.13	527.51	720.05	960.13	存货周转率	3.73	3.41	3.46	3.27
归属母公司股东权益	924.02	2436.56	2629.11	2869.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.01%	—	—	—
少数股东权益	4.53	5.56	7.01	8.83	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>928.55</b>	<b>2442.12</b>	<b>2636.12</b>	<b>2878.02</b>	资产负债率	45.18%	12.54%	14.53%	15.30%
负债和股东权益合计	1693.82	2792.27	3084.23	3397.93	带息债务/总负债	67.70%	1.68%	1.31%	1.13%
					流动比率	1.67	7.81	6.86	6.67
					速动比率	1.13	6.11	5.10	4.87
					股利支付率	4.61%	3.65%	3.97%	4.49%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.28	0.44	0.62	0.78
					每股净资产	2.88	7.58	8.18	8.93
					每股经营现金	-0.70	0.38	-0.34	0.15
					每股股利	0.01	0.02	0.02	0.04
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	225.94	287.03	357.93	428.07					
PE	116.36	74.05	52.55	41.77					
PB	11.49	4.37	4.05	3.71					
PS	6.55	4.99	3.58	2.98					
EV/EBITDA	15.09	33.03	26.81	22.33					
股息率	0.04%	0.05%	0.07%	0.11%					

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

### 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 楼

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn