

# 国药股份 (600511)

## 重组获批, 再融资、混改、员工激励成为确定趋势

### 打通品种、渠道和终端, 形成产业链竞争闭环, 保证内生两位数增长

2006年经过股改后, 公司的直接控股股东变为国药控股, 目前公司业务分为五块: 北京市场直销业务, 第三方物流(国药物流、国药空港), 工业业务(国瑞药业), 全国商业客户调拨, 零售分销业务(国药商城)和精麻药品批发业务。直销业务主要针对北京二三级医院, 提供全品种的医药流通服务; 分销调拨业务主要针对全国省市级商业客户提供高端品种(及口腔产品)的医药流通服务; 零售分销由2013年上线的国药商城为全国连锁商业公司提供OTC类品种; 公司具备精麻特药品的特许经营资质, 并参股了青海制药和宜昌人福两家麻药生产企业, 公司在全国三家麻药一级批发商中市场占比80%; 工业主要指普药生产子公司国瑞药业。公司完全依靠内生性的增长仍能维持两位数的业绩增速, 究其原因以麻药和口腔产品为例, 公司向产业链上下游渗透, 形成了完整的竞争闭环, 挤压了相应竞品的销售, 保证了自身品种的高毛利和终端覆盖率的持续提升。

### 重组完成解决同业竞争问题, 为再融资和混改铺平道路

2016年公司为了彻底解决与国控的同业竞争问题, 自2月启动重大资产重组, 整合国控旗下的北京四家医药商业优质资产, 经过重组公司2017年净利润将实现翻倍, 国药股份将成为国药集团旗下北京唯一的医药分销平台。随着重组获批, 为后续再融资和混改等扫清了道路。2014年7月在国药集团混改的背景下国药股份被选为集团内发展混合所有制经济的首批试点单位之一。国药控股实际上就是混改的产物, 2016年11月国控也完成了首次股权激励的授予工作。所以我们认为本次重组完成后将加速公司的发展轨迹, 自国药股份上市后未进行过再融资, 此次重组完成后公司的基本面将发生较大变化。1. 本次重组的完成理顺了国控与国药股份的同业竞争问题, 卸掉了国药股份进行再融资的限制, 能够投资和筛选高毛利品种、与下游渠道进行股权合作, 借助外延方式加速发展。2. 重组完成混改提速, 混改不仅可以提高经营效率, 降低营运成本, 提升公司员工的激励力度, 更为公司产业链闭环竞争模式的发展铺平了道路。

### 估值评级

重组前公司总股本为478.80万股, 重组后总股本为764.64万股, 预计2017年第一季度完成重组后, EPS摊薄后为1.76元, 净利增速在11.26%左右, PE为17.82。借助国药集团总公司在品种方面的优势, 公司在麻药和新特药方面可以延续这种品种优势, 解决同业竞争、打开再融资限制后通过向上下游渗透打通产业链形成竞争闭环, 北京及周边地区市场份额有望提高。预计重组后2017、2018年摊薄EPS为1.76、1.98元, 根据行业平均估值给予22倍PE, 未来十二个月公司目标价38.72元, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 公司混改预期延后, 再融资进度低于预期, 北京市场竞争加剧

### 投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	31.37元
目标价格	38.72元

### 基本数据

总股本(百万股)	478.80
流通股本(百万股)	277.64
总市值(百万元)	15,019.96
流通A股市值(百万元)	8,709.67
每股净资产(元)	7.11
资产负债率(%)	44.20
一年内最高/最低(元)	34.57/24.75

### 作者

<b>杨烨辉</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
<b>柴博</b>	联系人
chaibo@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	11,538.34	12,078.19	13,398.82	15,069.45	17,041.15
增长率(%)	14.45	4.68	10.93	12.47	13.08
EBITDA(百万元)	631.28	690.15	703.92	781.48	872.80
净利润(百万元)	482.65	512.85	567.55	620.23	689.98
增长率(%)	17.29	6.26	10.67	9.28	11.25
EPS(元/股)	1.01	1.07	1.19	1.30	1.44
市盈率(P/E)	31.12	29.29	26.46	24.22	21.77
市净率(P/B)	6.06	4.96	4.36	3.76	3.27
市销率(P/S)	1.30	1.24	1.12	1.00	0.88
EV/EBITDA	22.88	25.05	20.10	18.01	15.87

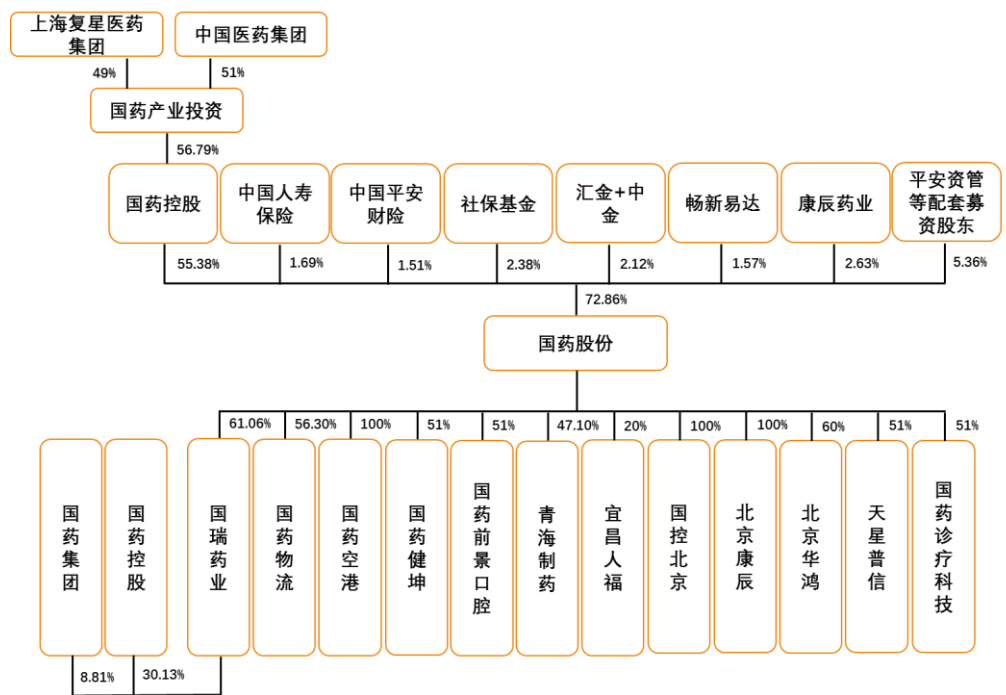
资料来源: wind, 天风证券研究所



## 1. 公司简介

国药集团药业股份有限公司（简称国药股份）由中国医药集团总公司联合广州南方医疗器械公司、国药集团上海医疗器械有限公司、天津启宇医疗器械有限责任公司、北京仁康医疗器械经营部共同发起，于1999年12月21日设立的股份有限公司，2002年在上交所挂牌上市。2006年6月，国药集团以持有的国药股份全部股权向国药控股增资，同时也完成了股权分置改革，公司直接控股股东换为国药控股，经过2008年1月和2009年2月的两次减持，国药控股持股比例变为44.01%。2016年2月公司启动资产重组解决与国药控股在北京地区的同业竞争问题，经过定增后国控持股比例预计上升到55.38%。

图表 1：国药股份股权结构图（预计本次重组后）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

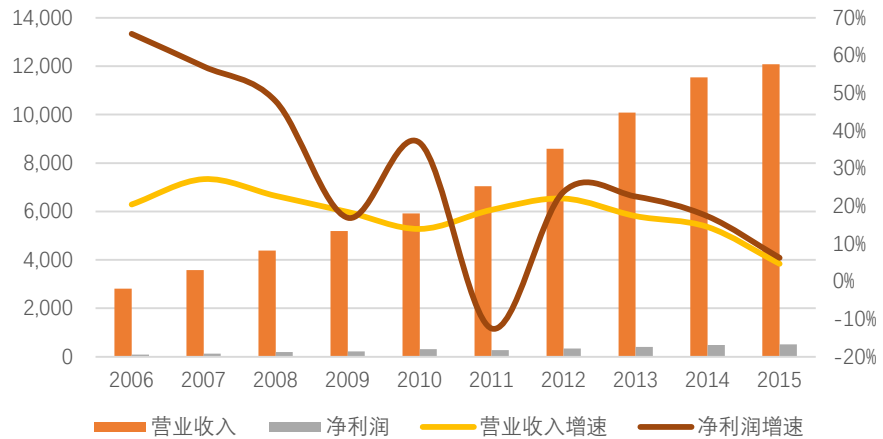
其他子公司历史沿革：

- 国瑞药业：2000年3月以淮南市第六制药厂进入股份公司的净资产吸收中康医疗器械公司货币资金出资成立国药集团国瑞药业有限公司。
- 国大药房：2001年8月国大药房改制组建“国大药房连锁有限公司”，国药股份持股74%，2007年6月由于国大药房持续亏损，国药股份将其持有的74%股权全部转让予国药控股。
- 国药物流：2002年12月公司出资与安维世远东有限公司、久裕企业股份有限公司、哈药集团制药总厂、华北制药股份有限公司、山东鲁抗医药股份有限公司、中国医药工业公司共同发起设立国药物流有限责任公司公司持股比例为46%，2006年经再次增资后持股比例提高到51%。

## 2. 财务分析

除2011年外，公司收入和净利一直保持在两位数的增速。2015年受到药品降价的影响，公司直销业务受到一定影响，收入和净利的增速双双下滑。

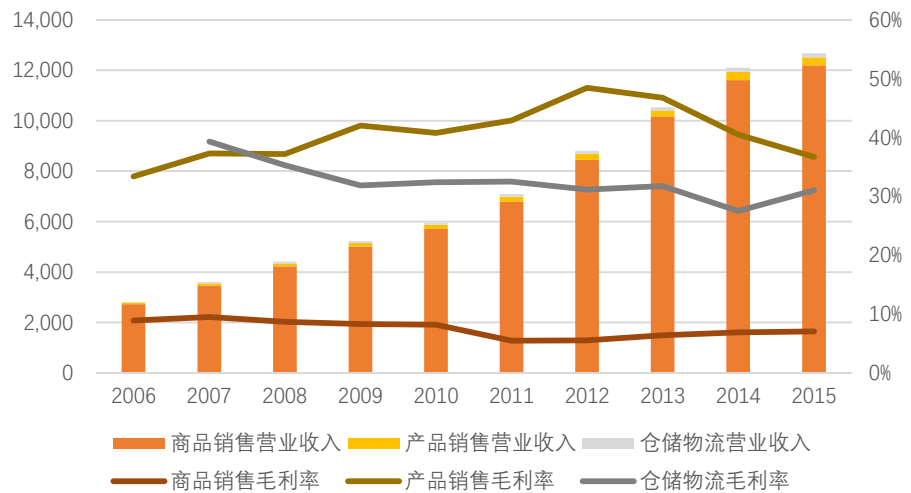
图表 2：国药股份营收、净利及增速（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司商品销售主要指直销、分销业务，包括麻精药品和口腔品种的销售；产品销售主要指国瑞药业的工业收入；仓储物流即国药物流和国药空港的第三方物流业务。由于公司在品种方面的优势，公司在医药直分销业务的毛利率处于行业中上水平（2015 年上海医药 6.62%，九州通 7.11%，南京医药 4.86%，柳州医药 8.09%）。

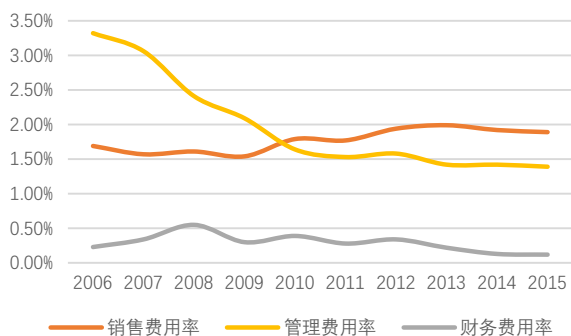
图表 3：国药股份分业务营收构成及毛利率（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

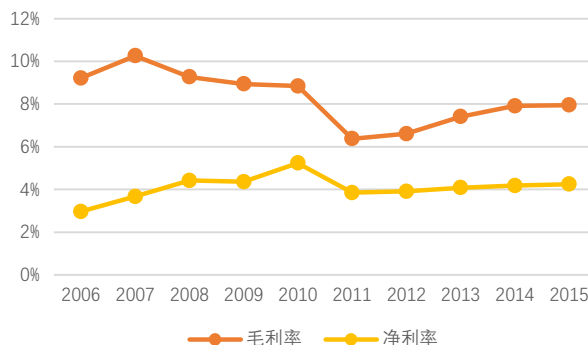
随着公司总体业务规模的扩大，规模优势体现明显，管理费用率持续下降，销售费用率近几年相对保持稳定。2011 年，公司面临北京市地区招标降价、国家药品政策性降价、医药市场竞争加剧等多重因素叠加，部分品种毛利大幅下降，挤压了公司的盈利空间，导致了公司整体毛利率和净利率的下滑。

图表 4：国药股份期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图表 5：国药股份总体毛利率和净利率

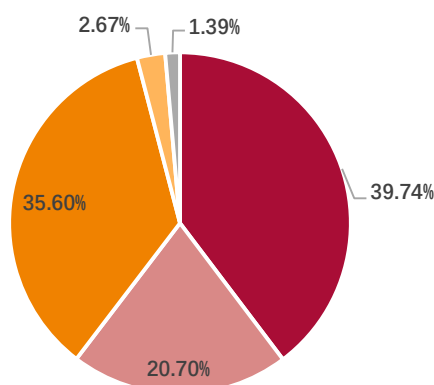


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 业务模式的竞争，实质是上下游渗透形成的产业链竞争

公司的业务范畴整体分为五块：北京市场直销业务，第三方物流（国药物流、国药空港），工业业务（国瑞药业），全国商业客户调拨，零售分销业务（国药商城）和精麻药品批发业务。直销业务主要针对北京二三级医院，提供全品种的医药流通服务；分销调拨业务主要针对全国省市级商业客户提供高端品种（及口腔产品）的医药流通服务；零售分销由 2013 年上线的国药商城为全国连锁商业公司提供 OTC 类品种；公司具备精麻特药品的特许经营资质，并参股了青海制药和宜昌人福两家麻药生产企业，公司在全国三家麻药一级批发商中市场占比 80%；工业主要指普药生产子公司国瑞药业。

图表 6：2015 年国药股份收入构成



■ 新特药及口腔产品全国分销 ■ 麻药分销 ■ 北京地区直销 ■ 医药工业 ■ 第三方物流

资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 直销模式中，通过药房托管、增值服务、疫苗配送等方式扩大北京市场的覆盖率，未来会继续下沉渠道向北京的基层市场渗透。国药健坤也在积极推进医疗器械产品的开发和探索，拓展与医院合作药店项目，目前已经完成了潞河医院、宣武医院两家医院药店的建设（该药房针对的是自费品种，医院拥有所有权，公司负责经营管理）。
- 第三方物流，2013 年国药物流与北京市邮政速递物流合作，租赁北京邮政在亦庄库区部分场地改造成第三方医药物流仓库，租期 20 年，目前以改造完成实现库存能力 30 万件，年出货值 200 亿。
- 医药工业，2014 年 2 月国瑞药业完成退城入园前期工作，冻干粉、小容量注射剂、口服固体制剂等生产线通过 GMP 检查投产。2015 年 6 月国药控股和国药集团分别对国瑞药业注资 3.3 亿和 1.0 亿，用于一期扩建相关项目有利于缓解国瑞冻干产品产能不足的状况，扩建前冻干产能为 1.5 亿支，由于自营产品 2014 年实现了 60% 的增长，



公司也计划启动炎琥宁、果糖二磷酸钠原料生产并为年底或明年上市的无水乙醇做好上市准备，扩建后新增冻干产能 2 亿支、水针 0.35 亿支，炎琥宁 30 吨/年，果糖二磷酸钠 50 吨/年产能，增资后国药股份的持股比例下降到 61.06%。

- 零售分销，是国药股份的创新业务模式，形成了电子商务、零售学术推广和全国零售分销互动的经营模式。2013 年 10 月由国药股份独立开发运营的 B2B 医药电子商务交易平台——国药商城正式上线运营，商城致力于通过优化流通环节、延伸服务半径，增加用户体验，在供应的品种、价格和便利性上都存在较大优势。目前该平台已经对接二十多家连锁公司，六百多个商户，预计 2016 年可以实现微利。

图表 7：国药商城首页界面



资料来源：国药商城官网，天风证券研究所

## 打通品种、渠道和终端，形成强有力的产业链竞争闭环

随着国家医保控费及药价的降低，公司完全依靠内生性的增长仍能维持两位数的业绩增速，究其原因以麻药和口腔产品为例，公司向产业链上下游渗透，形成了完整的竞争闭环，挤压了相应竞品的销售，保证了自身品种的高毛利和终端覆盖率的持续提升。

国药股份是国家指定的麻醉药品、一类精神药品一级经销商之一（另外两家是上海医药和重庆医药）。2004 年 12 月公司完成青海制药 47.1% 股权和宜昌人福 20% 股权的收购工作，一直以来公司长期保持在麻醉药品、一类精神药品 80% 的一级经销商市场份额，负责向全国 289 个二级经销商进行批发供应业务，近三年保持了 15% 的复合增速（毛利率 13%-14%）。2016 年公司携手麻药终端供应商实施春雷计划，扩大麻精品在基层非目标医院的使用，充分挖掘第二类精神药品和易制毒药品的增长潜力，积极拓展第二类精神药品全国销售网络，扩大品种数和销售规模。

国药前景利用其覆盖全国的销售渠道加速口腔全产业链建设，打造全国知名的口腔产品服务品牌。目前该板块已成为公司一个重要的战略板块，2016 年增速维持在 20%-30%，由于口腔产品不受政策和医保的限制，而且对渠道网络的依赖性也很重，也是公司在品种经营方面具有代表性的领域。

## 4. 再融资、混改、股权激励成为公司未来的主旋律

### 重组完成解决同业竞争问题，为混改铺平道路

2011 年 3 月国药集团承诺以国药控股作为医药商业运营的唯一平台，争取 5 年内全面解决国药控股与国药股份间的同业竞争。2016 年公司为彻底解决同业竞争问题，自 2 月后

动重大资产重组，整合控股股东国药控股旗下的北京四家医药商业优质资产，2017 年第一季度完成重组后，国药控股不会从事与国药股份相同或类似的全国麻精特药一级分销业务和北京地区医药分销业务，国药股份将成为国药集团旗下北京唯一的医药分销平台。

本次重组置入的资产包括国控北京 100%股权、北京康辰 100%股权、北京华鸿 60%股权及天星普信 51%股权，四家标的资产股权估值 61.83 亿。本次非公开发行价格为 25.10 元/股（解禁期 36 个月），除向国药控股（及四家标的方的少数股东畅新易达、康辰药业）发行股份购买资产外，同时拟向平安资管、长城国融、上汽投资、国寿资管、国药基金、诚富投资、嘉颐投资及建奇启航 8 名机构投资者发行股份募集资金不超过 11.30 亿元。本次募集资金将用于四家标的公司实施医院供应链延伸项目、社区医院药房托管项目、医院冷链物流系统建设和信息化系统建设。

重组完成后，国药股份将发挥各标的公司在新特药（北京华鸿）、生化药品（天星普信）、血液制品（北京康辰）、抗肿瘤类药品、胰岛素类药品、心脑血管用药等细分领域的独特竞争优势，丰富国药股份在直销、分销的产品构成及盈利增长点，不断提高销售覆盖率。2014 年北京直报企业销售合计 1301.24 亿（同比增长 9.09%），其中从批发零售贸易企业购进的金额占比 56.37%（733.51 亿），假设北京地区市场自然增速为 9%，2016 年北京直销市场规模为 871.48 亿元，以重组后的纯销业务测算，国药股份在北京地区的纯销市场份额将达到 25.5%。

### 混改十三年：成绩斐然，国药系混改提速

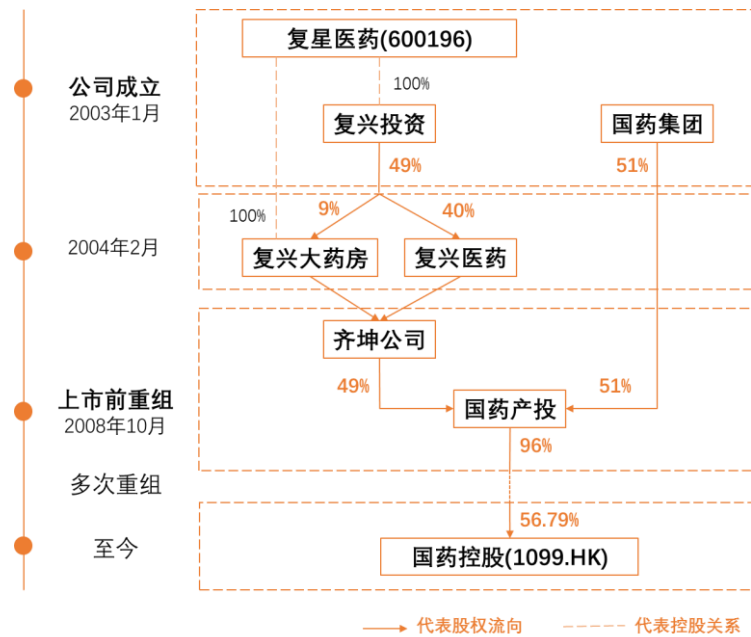
国药控股的诞生即是混改的产物，国药系的混改主要可分为两个阶段。第一个阶段是国药控股的诞生及上市（2003-2009 年），第二个阶段是从 2014 年至今，国药集团入选国企混改首批试点单位，集团内相关企业开启混改的序幕。

#### 第一阶段：引入优质民营资本，优化公司治理结构

2003 年 1 月，国药集团以其医药分销与零售业务作为混改试点，与复星集团子公司上海复星产业投资有限公司（复星投资）合资成立了国药控股。其主要动机有两点，一点是完善医药产业链，使得复星医药的上游制药工业以及国药集团的下游医药商业形成协同。第二点是实现国企与民企之间的资源、机制互补，在国药集团这样大型央企的背景下，引入民间优质资本来提升企业的公司治理以及资本运作水平。从业绩来看，国药控股的混合制改革成效显著，营业收入在从 2003 年混改当年为 108 亿元，在 10 年后的 2013 年达到了 1668.66 亿元（年均复合增速为 16.07%）。

**优化股权结构。**从成立伊始到现在，国药集团和复星集团基本保持着 51%和 49%的相对股权比例，在国药集团控股的条件下，复星也可以充分参与到企业治理当中。同时，由于公司在港交所上市，引入外部投资者参与，使得公司的股东结构更为多元。从董事会结构来看，据 2015 年公告显示，国药控股董事会成员有 15 名，其中国药集团占 6 名，复星医药占 4 名，其余 5 名为独立董事。

图表 8：国药控股股权变迁示意图



资料来源：国药控股公告，天风证券研究所

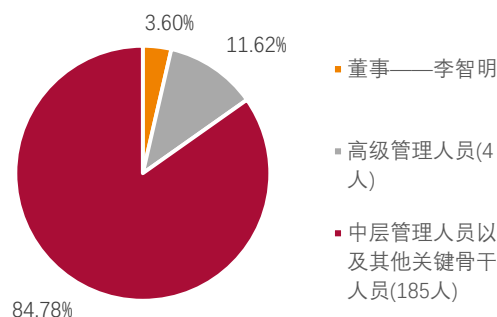
## 第二阶段：总公司参与央企改革试点，国控股权激励打响改革第一枪

从国药集团在 2014 年 7 月公告参与国企改革试点工作以后，于 2015 年 2 月提交的《发展混合所有制经济试点方案》这一纲领文件已获国资委通过，修改稿业已于 2016 年 7 月提交但尚未通过。目前，混改方案的具体实施细则尚未公布，主要内容将围绕董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权的试点改革。

国药控股在 2016 年 8 月也提出了限制性股票激励计划，后续获得了国务院批准。10 月 18 日在股东大会上通过该计划，11 月 16 日即公告限制性股票的首次授予，速度之快可表明国药系在推进混改方面的决心。

股权激励计划的实现将进一步实现混改中对于深化公司薪酬改革的需求，针对性解决国有企业激励约束不足、活力不够的问题。公司首次限制性股票授予包括 723 万股限制性股票，占公司已发行股本约 0.2613%。该股权激励计划的激励对象包括董事、本公司高级管理人员、中层管理人员以及公司认为应当激励的核心技术、业务骨干。

图表 9：国控限制性股权激励对象及占比



资料来源：国药控股公告，天风证券研究所

## 结论：

我们认为国药股份作为国药系的重要资产之一，2014 年 7 月在国药集团混改的背景下被选为集团内发展混合所有制经济的首批试点单位之一，随着重组获批，为后续发展扫清

了道路。1. 本次重组的完成理顺了国控与国药股份的同业竞争问题，卸掉了国药股份进行再融资的限制，能够投资和筛选高毛利品种、与下游渠道进行股权合作，借助外延方式加速发展。2. 重组完成混改提速，混改不仅可以提高经营效率，降低运营成本，提升公司员工的激励力度，更为公司产业链闭环竞争模式的发展铺平了道路。

未来除了优势品种的积累，在渠道覆盖方面，若以 500 公里的配送范围计算，公司完全可以实现京津冀范围的业务拓展，甚至可以覆盖到环渤海地区。2006 年 7 月股改期间国药控股曾在《国药股份收购报告书》中明确“通过对资产和业务实施整合实现资源的有效配置，使国药股份未来成为国药控股北方地区的药品采购中心、分销中心、物流中心、研发和生产中心，通过整合成为国药控股北方的投资和资本平台”，截止目前来看这一战略定位正在逐步实现。

## 5. 盈利预测&估值评级

表格 1: 本次重组标的扣非后归母净利润承诺 (百万元)

	2015 年净利率	2016E	2017E	2018E	2019E
国控北京 (100%)	2.5%	250.54	276.54	305.29	347.52
北京康辰 (100%)	2.3%	63.30	74.07	86.63	101.27
北京华鸿 (60%)	3.6%	160.05	182.03	209.84	237.65
天星普信 (51%)	3.2%	170.16	195.05	223.04	256.71
合计		644.05	727.69	824.80	943.15

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

重组前公司总股本为 478.80 万股，重组后总股本为 764.64 万股，预计 2017 年第一季度完成重组后，EPS 摊薄后为 1.76 元，净利增速在 11.26%左右，PE 为 17.82。借助国药集团总公司在品种方面的优势，公司在麻药和新特药方面可以延续这种品种优势，打开再融资限制后通过向上下游渗透打通产业链形成竞争闭环，北京地区市场份额有待继续提高。预计 2016-2018 年重组后摊薄 EPS 为 1.58、1.76、1.98 元，根据行业平均估值给予 22 倍 PE，未来十二个月公司目标价 38.72 元，给予“买入”评级。

表 1: 重组后对公司业绩增厚预测 (百万元)

	2015A	2016E	2017E	2018E
重组前归母净利	512.85	567.55	620.28	690.08
EPS (元)	1.07	1.19	1.30	1.44
PE	29.32	26.36	24.13	21.78
重组标的归母净利	447.23	644.05	727.69	824.80
重组后归母净利	960.08	1211.60	1347.97	1514.88
摊薄 EPS (元)	1.26	1.58	1.76	1.98
PE	24.90	19.85	17.82	15.84
PEG		0.76	1.58	1.28

资料来源: 天风证券研究所

## 风险提示

公司混改预期延后，再融资进度低于预期，北京市场竞争加剧



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	756.63	1,474.43	1,142.51	1,241.02	1,492.53	营业收入	11,538.34	12,078.19	13,398.82	15,069.45	17,041.15
应收账款	2,344.31	2,233.66	2,997.22	3,062.36	3,995.64	营业成本	10,625.88	11,117.88	12,364.35	13,904.93	15,721.19
预付账款	68.98	33.68	83.91	52.30	106.33	营业税金及附加	13.80	18.08	20.10	22.58	25.55
存货	1,042.93	1,157.91	1,363.10	1,557.08	1,843.58	营业费用	221.32	228.85	241.18	271.25	306.74
其他	206.90	406.60	333.43	573.29	459.79	管理费用	163.37	167.98	187.58	210.97	238.58
<b>流动资产合计</b>	<b>4,419.75</b>	<b>5,306.28</b>	<b>5,920.18</b>	<b>6,486.05</b>	<b>7,897.86</b>	财务费用	15.44	14.99	(5.43)	(11.09)	(12.72)
长期股权投资	337.51	401.52	401.52	401.52	401.52	资产减值损失	15.59	1.66	13.34	13.34	13.34
固定资产	487.04	566.92	569.15	589.74	608.36	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	65.38	9.94	41.97	73.18	73.91	投资净收益	100.46	104.50	102.48	103.49	102.98
无形资产	87.73	94.19	90.78	87.37	83.96	其他	(200.92)	(208.99)	(204.96)	(206.98)	(205.97)
其他	140.44	177.21	174.09	172.94	171.82	<b>营业利润</b>	<b>583.41</b>	<b>633.26</b>	<b>680.19</b>	<b>760.97</b>	<b>851.46</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,118.11</b>	<b>1,249.78</b>	<b>1,277.50</b>	<b>1,324.75</b>	<b>1,339.56</b>	营业外收入	118.33	35.01	81.57	78.30	64.96
<b>资产总计</b>	<b>5,537.86</b>	<b>6,556.05</b>	<b>7,197.69</b>	<b>7,810.80</b>	<b>9,237.42</b>	营业外支出	76.79	0.55	25.87	34.40	20.27
短期借款	300.00	300.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>624.95</b>	<b>667.73</b>	<b>735.89</b>	<b>804.87</b>	<b>896.15</b>
应付账款	1,969.16	2,198.14	2,461.21	2,695.93	3,186.69	所得税	126.89	135.42	149.33	163.28	181.82
其他	446.17	388.60	634.73	449.12	755.28	<b>净利润</b>	<b>498.05</b>	<b>532.31</b>	<b>586.56</b>	<b>641.59</b>	<b>714.32</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,715.33</b>	<b>2,886.74</b>	<b>3,095.95</b>	<b>3,145.05</b>	<b>3,941.97</b>	少数股东损益	15.40	19.46	19.00	21.36	24.35
长期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>482.65</b>	<b>512.85</b>	<b>567.55</b>	<b>620.23</b>	<b>689.98</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.01	1.07	1.19	1.30	1.44
其他	141.73	155.01	153.32	150.02	152.78						
<b>非流动负债合计</b>	<b>241.73</b>	<b>155.01</b>	<b>153.32</b>	<b>150.02</b>	<b>152.78</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,957.06</b>	<b>3,041.75</b>	<b>3,249.26</b>	<b>3,295.07</b>	<b>4,094.75</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
少数股东权益	100.74	484.54	502.59	523.60	547.41	<b>成长能力</b>					
股本	478.80	478.80	478.80	478.80	478.80	营业收入	14.45%	4.68%	10.93%	12.47%	13.08%
资本公积	27.15	89.39	89.39	89.39	89.39	营业利润	33.59%	8.55%	7.41%	11.88%	11.89%
留存收益	1,965.92	2,493.13	2,967.03	3,513.33	4,116.46	归属于母公司净利润	17.29%	6.26%	10.67%	9.28%	11.25%
其他	8.18	(31.56)	(89.39)	(89.39)	(89.39)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,580.79</b>	<b>3,514.30</b>	<b>3,948.42</b>	<b>4,515.73</b>	<b>5,142.67</b>	毛利率	7.91%	7.95%	7.72%	7.73%	7.75%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,537.86</b>	<b>6,556.05</b>	<b>7,197.69</b>	<b>7,810.80</b>	<b>9,237.42</b>	净利率	4.18%	4.25%	4.24%	4.12%	4.05%
						ROE	19.46%	16.93%	16.47%	15.54%	15.01%
						ROIC	29.81%	24.77%	24.84%	23.20%	21.95%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	53.40%	46.40%	45.14%	42.19%	44.33%
						净负债率	62.47%	51.23%	32.10%	46.65%	39.94%
						流动比率	1.63	1.84	1.91	2.06	2.00
						速动比率	1.24	1.44	1.47	1.57	1.54
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	5.32	5.28	5.12	4.97	4.83
						存货周转率	11.50	10.98	10.63	10.32	10.02
						总资产周转率	2.17	2.00	1.95	2.01	2.00
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.01	1.07	1.19	1.30	1.44
						每股经营现金流	0.46	0.92	0.27	0.29	0.57
						每股净资产	5.18	6.33	7.20	8.34	9.60
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	31.12	29.29	26.46	24.22	21.77
						市净率	6.06	4.96	4.36	3.76	3.27
						EV/EBITDA	22.88	25.05	20.10	18.01	15.87
						EV/EBIT	24.12	26.67	20.97	18.77	16.51

现金流量表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	498.05	532.31	567.55	620.23	689.98
折旧摊销	32.88	42.70	29.16	31.60	34.07
财务费用	49.76	38.53	(5.43)	(11.09)	(12.72)
投资损失	(100.46)	(104.50)	(102.48)	(103.49)	(102.98)
营运资金变动	(350.75)	(70.74)	(376.77)	(420.50)	(359.54)
其它	89.46	1.98	19.00	21.36	24.35
<b>经营活动现金流</b>	<b>218.94</b>	<b>440.29</b>	<b>131.04</b>	<b>138.11</b>	<b>273.15</b>
资本支出	195.92	123.53	61.69	83.30	47.24
长期投资	48.07	64.01	0.00	0.00	0.00
其他	(331.60)	(240.87)	(77.33)	(59.81)	5.75
<b>投资活动现金流</b>	<b>(87.62)</b>	<b>(53.34)</b>	<b>(15.64)</b>	<b>23.49</b>	<b>52.98</b>
债权融资	400.00	300.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(0.35)	70.53	(51.94)	11.65	13.32
其他	(653.30)	(14.89)	(395.38)	(74.75)	(87.94)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(253.65)</b>	<b>355.64</b>	<b>(447.32)</b>	<b>(63.10)</b>	<b>(74.62)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(122.32)</b>	<b>742.59</b>	<b>(331.92)</b>	<b>98.50</b>	<b>251.51</b>

资料来源:公司公告, 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。

### 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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com