

益丰药房 (603939)

稳步扩张推动龙头升级，精细耕作铸就卓越企业

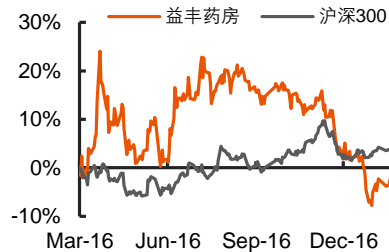
推荐 (首次)

现价: 29.57 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.yfdyf.com
大股东/持股	湖南益丰医药投资管理有限公司/29.27%
实际控制人/持股	高毅/%
总股本(百万股)	363
流通 A 股(百万股)	156
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	107.43
流通 A 股市值(亿元)	46.21
每股净资产(元)	7.99
资产负债率(%)	29.20

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

魏巍 投资咨询资格编号
S1060514110001
021-20632019
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

研究助理

张熙 一般从业资格编号
S1060117020002
021-20632019
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 行业由粗放增长进入精细竞争阶段，连锁药店优势明显将于竞争中获胜

近三年药品零售行业增速分别是 9.6%、9.8%、9.2%，我们预计未来几年该增速将维持在 9% 左右。全国药店数量经过前几年持续增加，2016 年首次出现下降，在统计的 25 个省份中，11 个省份药店数量出现下降，下降较多的省份在四川、广东、吉林等门店数量多、竞争较激烈的地方。我们预计全国药店数量已接近饱和，今后数量维持平稳。药店数量维持平稳，但行业规模仍在扩大，对于留存下来的药店形成利好。

近年来药品流通行业监管趋严，单体药店在竞争中处于劣势，数量从 2013 年的 28 万家减少到 2015 年的 24 万家，我们预计未来几年单体药店的数量将进一步被连锁药店挤压。大连锁药店凭借成本优势、品牌优势、一体化的运营管理，将会在行业中获取更大的市场份额。

■ 公司外延扩张质量优异，未来几年增速可观

公司通过“自建+收购”新增门店，在 2015 年上市之前，以自建门店为主，上市之后逐渐加大了收购门店的力度，2016 年第三季度收购和自建门店数量接近 1:1。财务数据反应，不论是在上市之前的自建门店为主的阶段，还是在上市后“并购+自建门店”相结合的阶段，公司营业收入增速始终高于门店数量增速，公司门店扩张运营质量优异。

公司在 2015 年年报里计划在三年内完成新建 1000 家门店，并购相当于 1000 家门店销售规模的并购目标。按照公司 2015 年店均销售收入为 267 万元计算，当这些收购和新建的门店成熟后，公司销售收入将达到 82 亿元，相当于 2015 年收入的 2.88 倍，公司未来几年增速可观。

■ 医保资质带动药店销售增长，关注新增医保门店进展

能否拿到医保资质是决定药店销售收入的重要因素，拿到医保资质药店销售收入比没拿医保资质之前可提升 30%-50%。2017 年 2 月，公司公布在南京获得 93 家医保门店资质，公司在江苏的医保门店比例由 2015 年的 15% 上升到 72%，将带动江苏地区销售收入显著增长。目前公司医保门店比例低于 50% 的省份有江西、上海和浙江，建议积极关注当地药店医保资质放开进度。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2230	2846	3814	4959	6347
YoY(%)	23.6	27.6	34.1	30.0	28.0
净利润(百万元)	141	176	219	283	356
YoY(%)	41.7	25.2	24.8	28.8	26.1
毛利率(%)	39.8	39.2	39.3	39.3	39.3
净利率(%)	6.3	6.2	5.8	5.7	5.6
ROE(%)	23.9	12.6	7.4	8.9	10.3
EPS(摊薄/元)	0.39	0.49	0.61	0.78	0.98
P/E(倍)	76.3	61.0	48.9	37.9	30.1
P/B(倍)	18.2	7.6	3.6	3.3	3.1

■ **首次覆盖，给予“推荐”评级**

行业集中度将进一步向大型连锁药店企业集中，公司作为全国排名第十的药品零售企业将受益集中度的提高；公司外延经营质量优异，扩张路径清晰，未来几年收入增速可观；医保门店数量增长也将贡献业绩。预计公司 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.61 元、0.78 元、0.98 元，对应 PE 为 49 倍、38 倍、30 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ **风险提示：外延扩张不达预期。**

正文目录

一、药品零售行业集中度提高是大势所趋	5
1.1 药品零售行业增速趋稳，药店数量呈现下降苗头	5
1.2 单体药店数量缩减，连锁和联盟异军突起	6
二、公司业务经营稳健	7
2.1 公司业务维持较高增速	7
2.2 主要子公司业绩表现良好	8
2.3 公司门店所处省份竞争格局较好	8
三、未来两年高增长可期	9
3.1 公司门店有望实现两年翻倍	9
3.2 新增医保门店带来业务增量	12
3.3 关注上海医保门店放开进度	13
四、盈利预测与估值	14

图表目录

图表 1	药品零售行业增速趋稳.....	5
图表 2	我国药品零售药店数量呈现下降苗头.....	5
图表 3	我国 11 个省市零售药店数量同比减少.....	5
图表 4	2015 年药店连锁率大幅提高（单位：万家）.....	7
图表 5	我国省级药店联盟增长明显.....	7
图表 6	公司营业收入维持较高增速.....	7
图表 7	公司三项费用率维持稳定.....	7
图表 8	2015 年公司各类商品收入占比.....	8
图表 9	产品毛利率稳定.....	8
图表 10	主要子公司业绩表现较好.....	8
图表 11	各省药店单店产出（万元/店/年）.....	9
图表 12	各省零售药店市场规模及药店数量.....	9
图表 13	公司新建门店数量增速加快.....	10
图表 14	计划三年新增 2000 家门店.....	10
图表 15	公司新增门店中收购门店的占比提升.....	10
图表 16	公司在各省门店数量占比上升.....	11
图表 17	公司收购标的统计.....	11
图表 18	公司的收入&利润增长率高于门店数量增长率.....	12
图表 19	政府发文件要求取消零售药店地方行政审批.....	12
图表 20	各地医保门店数量上升.....	13
图表 21	公司在江苏地区医保门店占比上升明显.....	13
图表 22	公司医保门店比例有较大提升空间.....	13
图表 23	上海地区药店数量.....	14
图表 24	上海地区主要药店分布.....	14
图表 25	公司历年新开店盈利情况统计.....	14
图表 26	公司收入&利润增速与门店增速关系.....	15

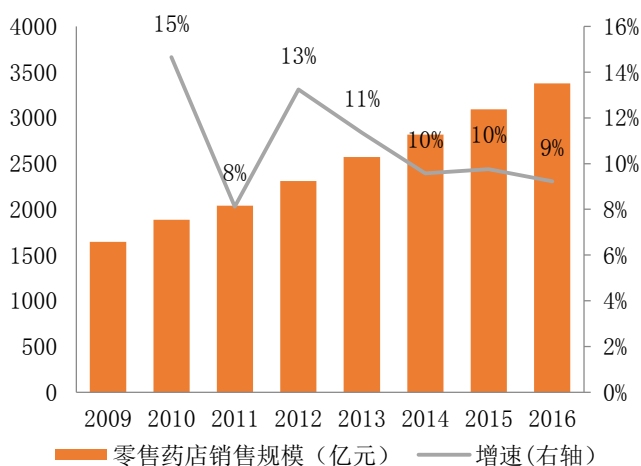
一、 药品零售行业集中度提高是大势所趋

1.1 药品零售行业增速趋稳，药店数量呈现下降苗头

2016 年我国零售药店市场总规模为 3377 亿元，较 2015 年增长 9.2%，增速比 2015 年下降 0.6 个百分点，预计未来两年行业增速维持在 9%左右。

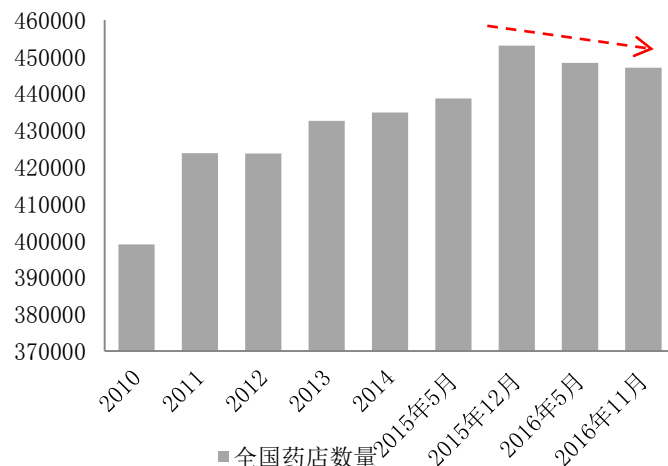
截止到 2016 年 11 月，全国共有药店 447034 家，经过前几年数量上涨，2016 年首次出现下降，在统计的 25 个省份中，11 个省份药店数量出现下降，下降较多的省份在四川、广东、吉林等药店数量多、竞争较激烈的地方。我们预计全国药店数量已接近饱和，今后数量维持平稳。

图表1 药品零售行业增速趋稳



资料来源：中康CMH，平安证券研究所

图表2 我国药品零售药店数量呈现下降苗头



资料来源：CFDA，平安证券研究所

图表3 我国 11 个省市零售药店数量同比减少

地区	2015年11月底(家)	2016年11月底(家)	数量增减
北京	5397	5524	127
天津	4306	4140	-166
河北	18830	20332	1502
山西	10040	10005	-35
内蒙古	11882	11994	112
辽宁	17898	18872	974
吉林	14272	13271	-1001
黑龙江	18416	18469	53
上海	3704	3369	-335
江苏	23536	25277	1741
浙江	17170	19073	1903
安徽	16428	15548	-880
福建	7937	7936	-1
江西	12834	9716	-3118

地 区	2015年11月底(家)	2016年11月底(家)	数量增减
山 东	34060	35969	1909
河 南	19500	21314	1814
湖 北	13147	13724	577
湖 南	16235	17574	1339
广 东	54102	52137	-1965
广 西	15586	16100	514
海 南	3972	1774	-2198
重 庆	14833	16099	1266
四 川	43705	30903	-12802
贵 州	10008	10439	431
云 南	17078	17084	6
西 藏	357	384	27
陕 西	9348	9464	116
甘 肃	6988	6158	-830
青 海	1845	3439	1594
宁 夏	2038	2483	445
新 疆	7586	8463	877
总 计	453038	447034	-6004

资料来源：执业药师资格认证中心，平安证券研究所

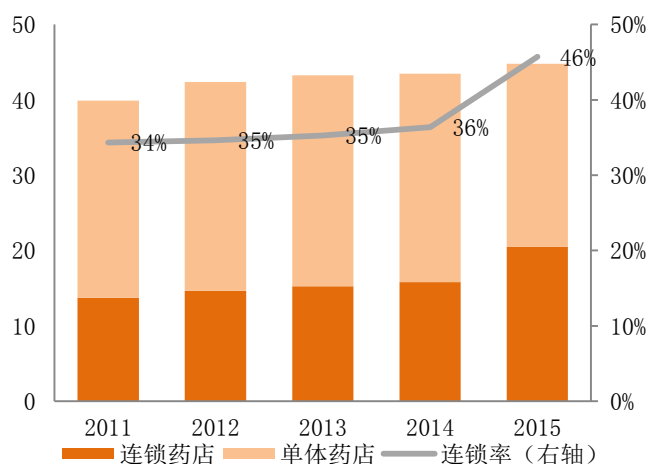
1.2 单体药店数量缩减，连锁和联盟异军突起

我国药店总体数量趋于平缓，连锁药店数量逐年增长，单体药店的数量缩减，特别是 2015 年行业整合明显，连锁率相较于 2014 年提高十个百分点，达到 46%。

行业连锁率的提高主要由于两个原因：一是连锁药店本身扩张，比如一心堂、老百姓、大参林等大连锁药店近年来都在大幅扩张；二是由于单体药店纷纷加入省级药店联盟，2014 年省级药店联盟数量达到 19 个，旗下门店数量合计为 3.4 万家，增长趋势明显。

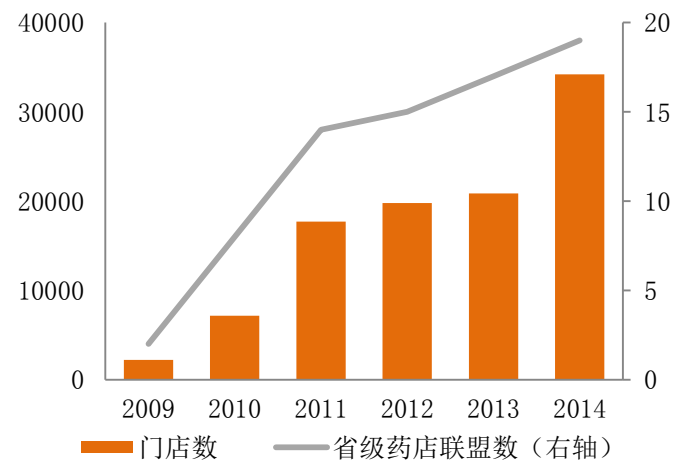
随着行业监管趋严，单体药店若开始规范化运营，营业成本必将上升，再加上上游议价能力有限，在与连锁药店的竞争中处于劣势，所以行业集中度提高是必然趋势。

图表4 2015年药店连锁率大幅提高(单位:万家)



资料来源:药品流通行业统计分析报告,平安证券研究所

图表5 我国省级药店联盟增长明显



资料来源:2014中国省级药店联盟发展状况蓝皮书,平安证券研究所

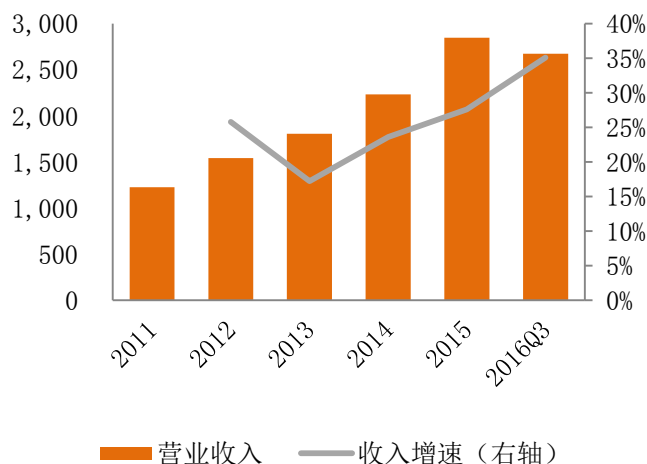
二、公司业务经营稳健

2.1 公司业务维持较高增速

公司近两年收入增速维持在20%以上,且呈加速趋势。2016年前三季度,公司收入达到26.7亿元,增速为35%。公司2016年前三季度新增376家门店,其中公告收购的门店是192家,第三季度收购91家,四季度完全合并报表,我们预计2016年公司整体收入增速将超过30%。

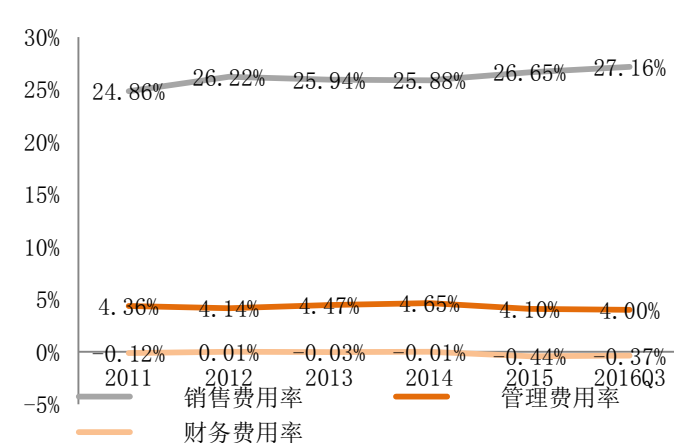
公司销售商品中,药品占比为79%,保健品占比为11%,医疗器械占比为6%,近年来产品收入结构和各品种毛利率维持稳定。

图表6 公司营业收入维持较高增速



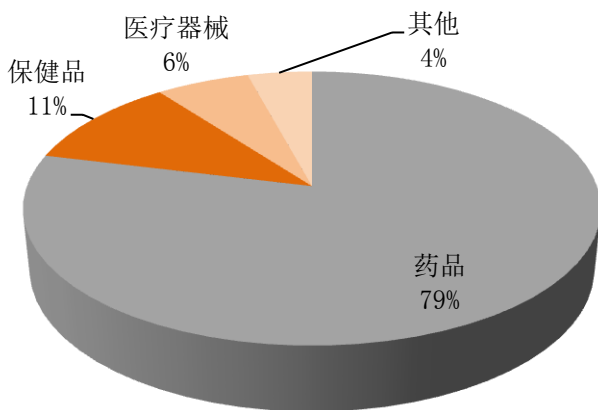
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表7 公司三项费用率维持稳定



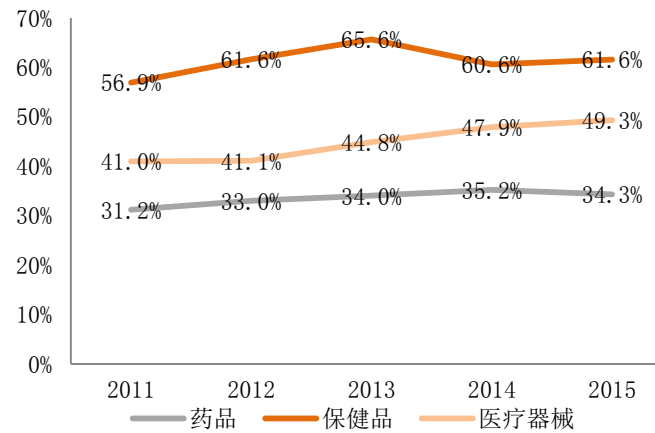
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表8 2015年公司各类商品收入占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 产品毛利率稳定



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 主要子公司业绩表现良好

益丰医药是公司负责内部采购的平台，2015年收入增速为34.5%，高于公司整体收入增速，推测由于公司门店数量扩张，首次铺货量增大导致。

公司在各省分别设立子公司负责当地业务，2015年江苏益丰收入增速为19.8%，低于门店数量增速45.7%，随着新开门店的逐渐成熟，预计2016年江苏地区将会有较高的收入增速；上海和江西子公司在2015年收入增速均高于门店数量增速，业绩表现较好。

图表10 主要子公司业绩表现较好

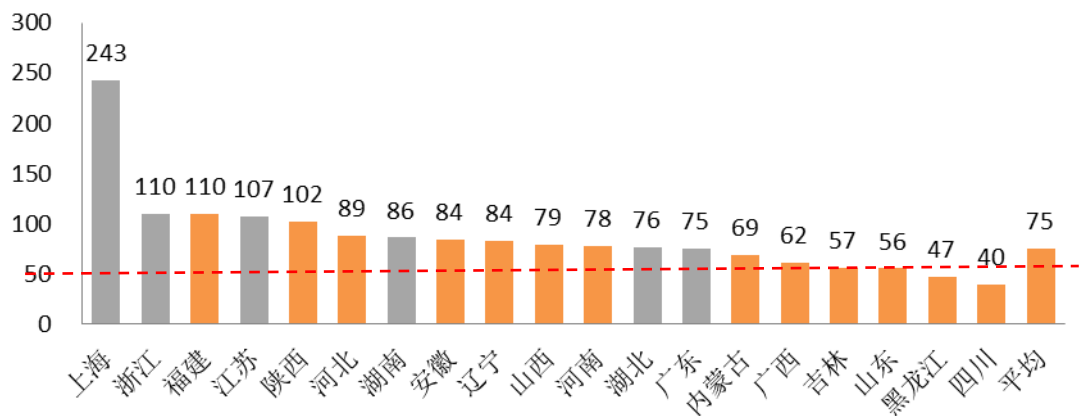
子公司	2014				2015				
	营业收入	净利润	净利率	门店数量增速	营业收入	收入增速	净利润	净利率	门店数量增速
益丰医药	939.11	32.68	3.5%	--	1262.84	34.5%	44.94	3.6%	--
江苏益丰	400.36	21.64	5.4%	39.8%	479.82	19.8%	23.53	4.9%	45.7%
上海益丰	419.80	26.31	6.3%	11.5%	510.20	21.5%	32.88	6.4%	11.2%
江西益丰	226.43	6.16	2.7%	12.1%	307.44	35.8%	4.92	1.6%	20.4%
合计	1985.70	86.78	4.4%	19.1%	2560.30	28.9%	106.27	4.2%	25.5%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 公司门店所处省份竞争格局较好

公司门店分布于湖南、湖北、上海、江苏、浙江、江西、广东七省，除了江西省暂时没有统计数据，其他六个省份的平均单店产出都高于或等于全国平均水平，说明公司业务分布在较高产出的地区。

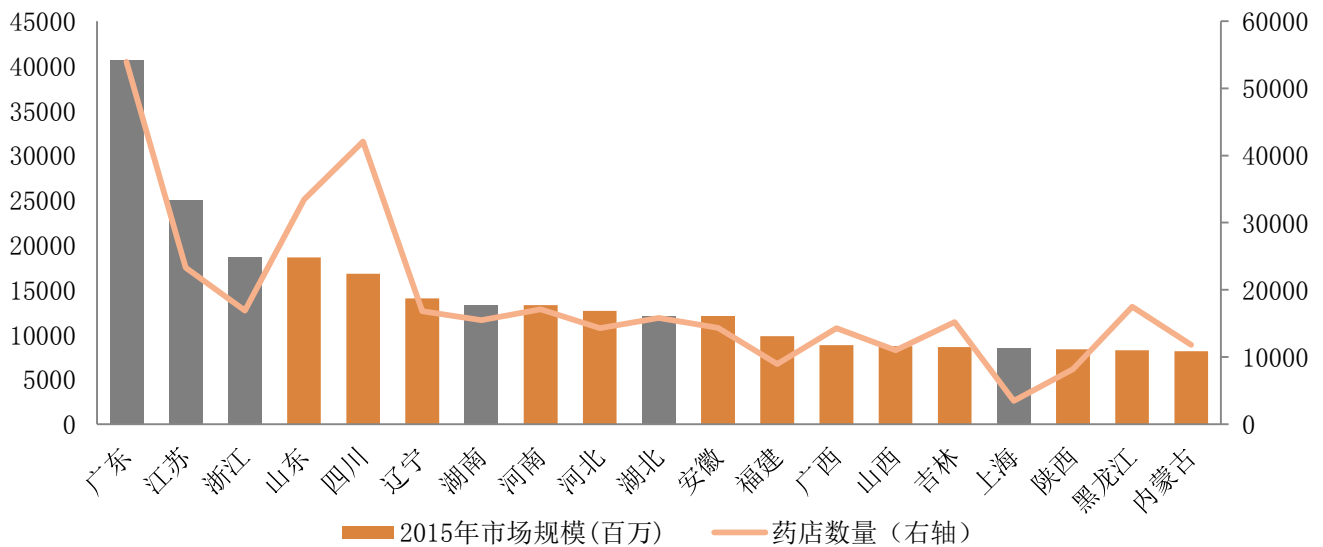
图表11 各省药店单店产出(万元/店/年)



资料来源: 2015-2016 中国药品零售产业研究报告, 平安证券研究所

从销售规模来看, 广东、江苏、浙江市场规模较大, 湖南、湖北、上海市场规模适中, 上海市的市场规模虽然不大, 但药店数量少, 竞争环境最好。

图表12 各省零售药店市场规模及药店数量



资料来源: 执业药师资格认证中心, 平安证券研究所

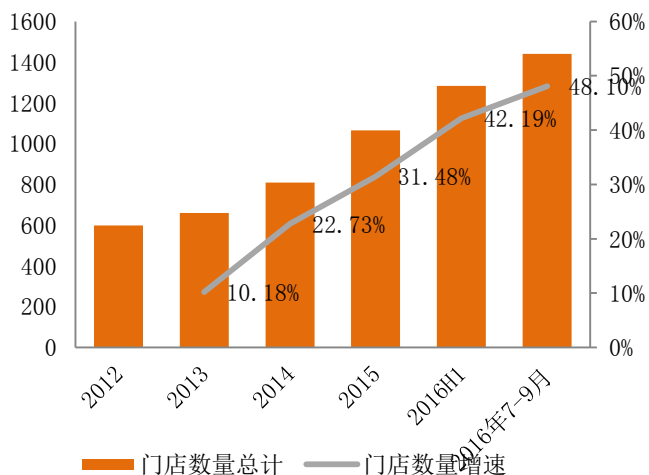
三、 未来两年高增长可期

3.1 公司门店有望实现两年翻倍

公司积极进行外延扩张, 并且加速趋势, 2016 年第三季度门店数量同比增速达到 48%, 预计将会对销售收入增长带来明显影响。

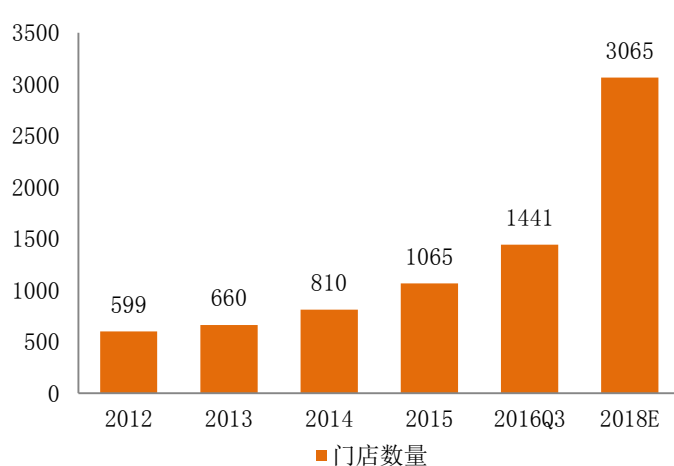
公司在 2015 年年报里计划在三年内完成新建 1000 家门店，并购相当于 1000 家门店销售规模的并购目标，按照公司 2015 年店均销售收入为 267 万元计算，当这些收购和新建的门店成熟后，公司销售收入将达到 82 亿元，相当于 2015 年收入的 2.88 倍，公司未来几年增速可观。

图表13 公司新建门店数量增速加快



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 计划三年新增 2000 家门店

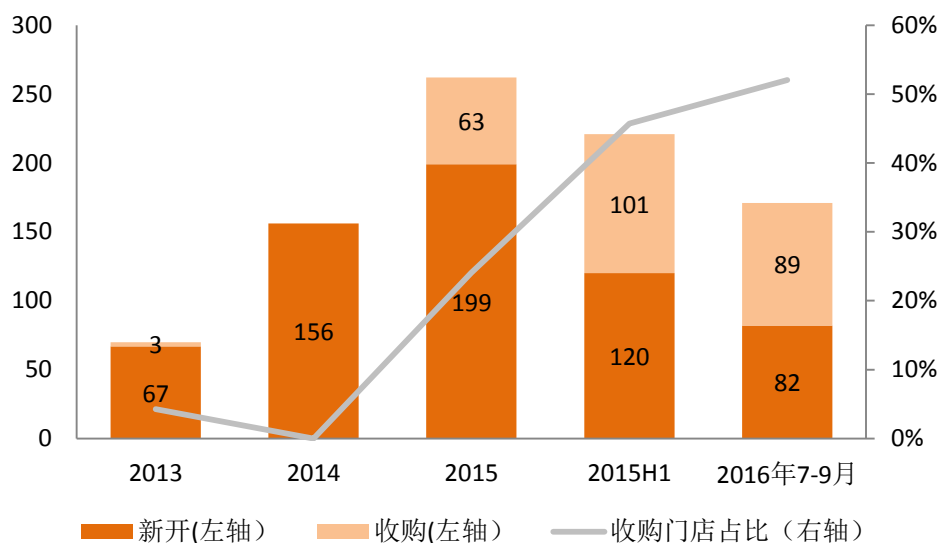


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司扩张采取自建与收购相结合的方式，两者各有优势。收购门店的优点：1) 快速获得客流；2) 新开门店一般需要半年或一年后才能申请医保资质，收购的门店可以通过收购获得医保资质。新开门店的主要优点是节省成本，收购一个 100 平左右的药店一般需要近 200 万元，而新建同样规模的药店一般需要 100 万元左右。

从 2015 年开始，公司收购门店的占比加大。2014 年之前，公司新增门店基本都以自建为主，2015 年公司新增的门店中，收购门店数量占比为 24%，2016 年第三季度这一比例上升到 52%。

图表15 公司新增门店中收购门店的占比提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司经过 2015 年的扩张，在各个省份的门店数量占比均上升，有望在当地获取更多市场份额。

图表16 公司在各省门店数量占比上升

区域	2014 年			2015 年			比例变化
	公司	全省(2014年6月数量)	占比	公司	全省	占比	
湖南	334	15409	2.17%	400	16235	2.46%	0.30%
湖北	71	12585	0.56%	156	13147	1.19%	0.62%
江苏	157	22057	0.71%	189	23536	0.80%	0.09%
浙江	23	17276	0.10%	29	17170	0.17%	0.06%
上海	107	3511	3.05%	119	3704	3.21%	0.17%
江西	116	10266	1.13%	169	12834	1.32%	0.19%

资料来源：公司公告，国家统计局，平安证券研究所

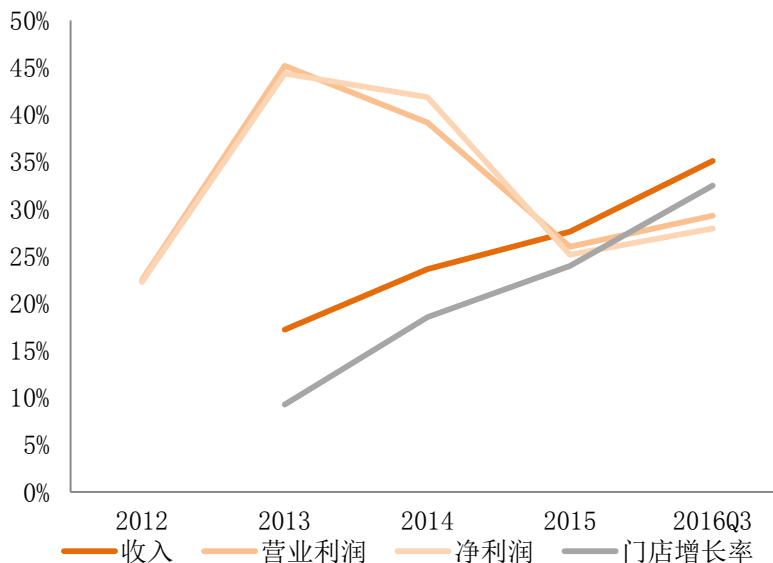
图表17 公司收购标的统计

公告时间	合并 报表 时间	收购主体	标的	区域	门店 数	收购金额 (万)	门店面积 (平方米)	预计增加收入(万)			预计增加利润(万)		
								2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
2015-8	2015 年	上海益丰大药房连锁有限公司	苏州市粤海大药房有限公司	江苏	1	7439.9	800	5132.3	12687.65	13129	274.02	681.38	719.65
2015-8	2015 年	上海益丰大药房连锁有限公司	上海五洲大药房有限公司	上海	5	2700	913	803	3380	51.6	243		
2015-8	2015 年	益丰大药房连锁股份有限公司	武汉隆泰大药房	湖北	34	7100	4950	1740	11333	58.8	512.8		
2015-8	2015 年	益丰大药房连锁股份有限公司	宜昌市广福堂药品零售有限公司	湖北	11	3580	3025	1473	4645	65	265		
2015-8	2015 年	江西益丰大药房连锁有限公司	江西采森大药房连锁有限公司	江西	12	2480	2815	1627	4122	68	198		
2015 年总计					63	23299.9	12503	10775	36168	13129	517	1900	719.
2016-2	2016 年	益丰大药房连锁股份有限公司	荆州市广生堂医药保健品有限公司	湖北	29	3493.3	4846.81						
2016-2	2016 年	益丰大药房连锁股份有限公司	韶关市乡亲大药房医药连锁有限公司	广东	51	10098.9	7245						
2016-8	2016 年		武汉厚德堂大药房连锁有限公司	湖北									
2016-8	2016 年		南京天成开心药房有限公司	江苏									
2016-7	2016 年	江苏益丰大药房连锁有限公司	宿迁市玖玖药品超市连锁有限公司	江苏	55	5648	8764		7276	7300			
2016-7	2016 年	江苏益丰大药房连锁有限公司	宿迁佳和医药连锁有限公司	江苏	36	5000	6170		6350	6400			
2016 年总计					234	47540.1	39528.81	10775	49794	26829	517	1900	719.

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司经营质量优异，虽然门店数量快速增长，新开门店并没有明显拖累整体业绩，收入一直高于门店增速，利润增速在 2016 年三季度趋缓，但仍高于 25%。

图表18 公司的收入&利润增长率高于门店数量增长率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 新增医保门店带来业务增量

2015 年，国务院和人社部分别发布文件要求取消“基本医疗保险定点零售药店资格审查”的地方审批。取消审批后，地方不再设定医保药店名额限制，理论上满足条件的药店都可以拿到医保资质，同时对医保药店的监管也会更加频繁和严格，结果是药店之间进行更加市场化的竞争，利于规范的大型连锁药店。

图表19 政府发文件要求取消零售药店地方行政审批

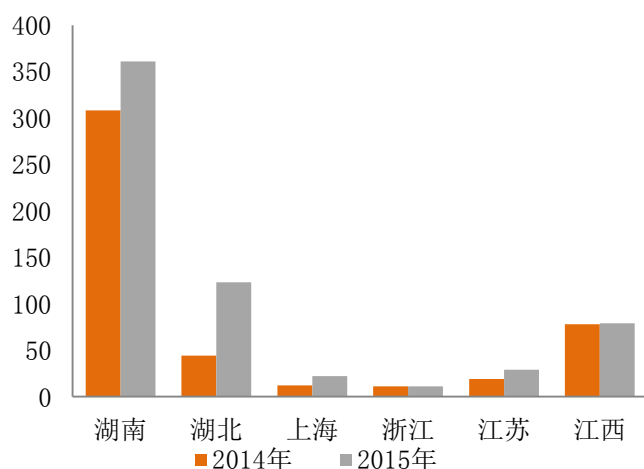
时间	发文部门	文件	内容	时间截点
2015 年 12 月	国务院	《国务院关于第一批取消 62 项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	取消包括“基本医疗保险定点零售药店资格审查”在内的 62 项中央指定地方实施行政审批事项	原则上 2015 年底前全部取消
2015 年 12 月	人社部	《人力资源社会保障部关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》	取消社会保险行政部门实施的“基本医疗保险定点医疗机构资格审查”和“基本医疗保险定点零售药店资格审查”	2015 年底前

资料来源：政府官网，平安证券研究所

由于各个地方对政策执行的进度和力度不一，公司在各个省份医保门店比例也不同，总体呈上升趋势。2015 年公司在湖南、湖北医保门店增加较多。

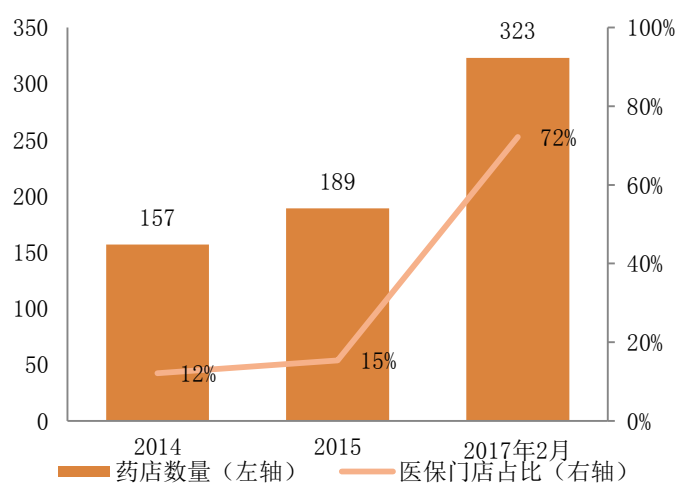
2016 年 4 月，江苏发布文件取消医保药店行政审批，2017 年 2 月，公司公布在南京获得 93 家医保门店资质，公司在江苏的医保门店比例由 2015 年的 15% 上升到 72%。在全省范围医保门店数量的明显增加有两个方面的影响，一是医保门店可及性的提高能有效促进处方外流，二是原来医保门店的客流量或被新增门店分流。由于公司原本医保门店比例较低，因此被分流的效应小于门店数量增加带来的增量。进入医保可带来药店销售收入增加 30%-50%，此次公司在江苏医保门店的大幅增加，将推动今后一到两年内业绩快速增长。

图表20 各地医保门店数量上升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

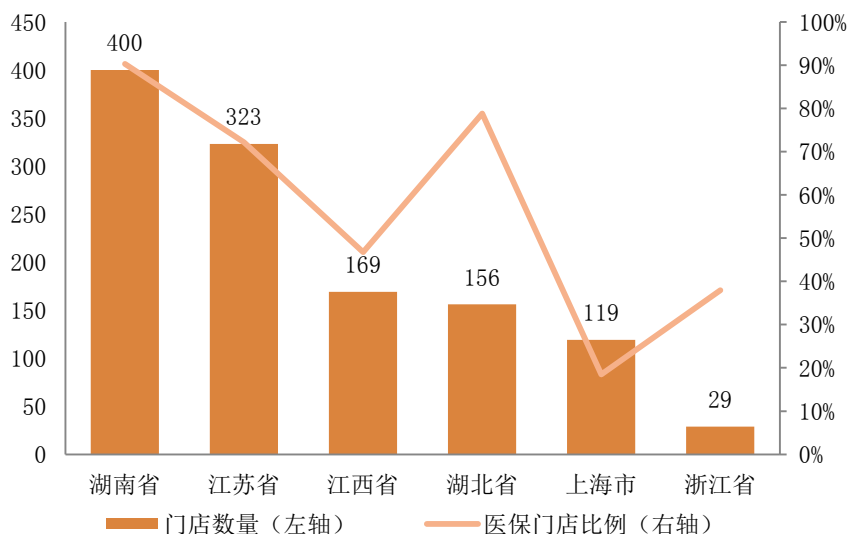
图表21 公司在江苏地区医保门店占比上升明显



资料来源：公司公告，平安证券研究所

能否拿到医保资质是决定药店销售收入的重要因素，公司医保门店比例低于 50%的省份有江西、上海和浙江，公司在这三个省市医保门店的增长将会带动收入增长，建议积极关注。

图表22 公司医保门店比例有较大提升空间



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 关注上海医保门店放开进度

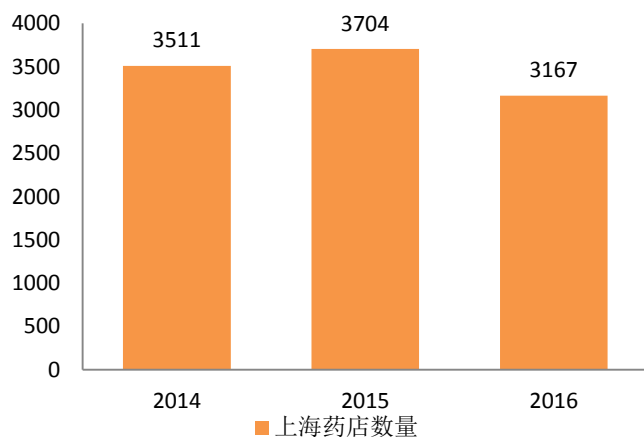
上海对药店布局有着严格的限制，比如要求两家药店之间的距离不能小于 1000 米，两家医保药店之间的距离不能小于 300 米，符合常住人口（含户籍人口和暂住人口）7000 人以上（含 7000 人）平均配置 1 个零售药店。因此上海药店数量较少，单店服务人数达到全国第二，单店盈利能力强。

上海有约 80 家连锁药店企业，连锁率达到 82%，其中上海医药、国药控股、益丰药房、第一医药门店数均超过 100 家，是上海药店市场的几大龙头。由于上海药店行业进入壁垒高，单店盈利能

力强，因此收购代价高，外延空间有限。2014 年公司在上海的门店数量为 107 家，2015 年增加到 119 家，呈缓慢上升趋势。

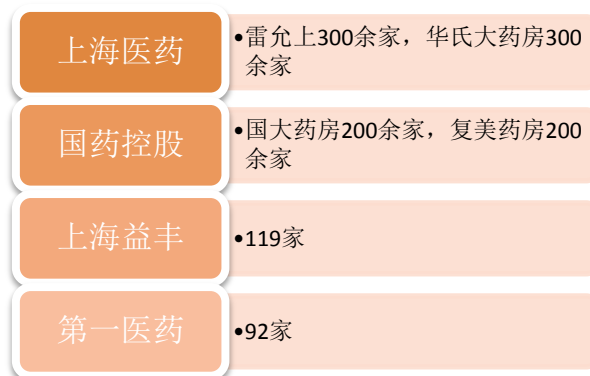
上海的医保门店较少，2015 年公司在上海的医保门店比例只有 18%，一旦医保门店数量放松，公司将受益明显。

图表23 上海地区药店数量



资料来源：执业药师资格认证中心，平安证券研究所

图表24 上海地区主要药店分布



资料来源：百度地图，公司公告，平安证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 业绩预测参考数据

2012 年至 2014 年，新开门店从开业至当月实现盈利的平均时间分别为 16 个月、13 个月和 12 个月。

图表25 公司历年新开店盈利情况统计

单位：万元	2012	2013	2014
2012 年新开门店(138 家)	开店第一年	开店第二年	开店第三年
单店收入	5.59	123.55	151.36
单店利润	-15.43	-6.05	9.13
2013 年新开门店(70 家)	开店第一年	开店第二年	
单店收入		76.09	261.09
单店利润		-16.45	-0.67
2014 年新开门店(156)			开店第一年
单店收入			72.18
单店利润			-17.84

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

统计公司历年数据可以发现，随着公司门店数量增速加大，公司收入增速相应增加，利润增速趋稳。

图表26 公司收入&利润增速与门店增速关系

	2012	2013	2014	2015	2016H1	2016年7-9月
门店数量总计	599	660	810	1065	1284	1441
新增门店		61	150	255	219	157
其中：新开		67	156	199	120	82
其中：收购		3		63	101	89
其中：关闭	2	9	6	7	10	15
门店数量增速		10.18%	22.73%	31.48%	42.19%	48.10%
营业收入增速	25.76%	17.20%	23.61%	27.59%	35.29%	34.67%
净利润增速	22.26%	44.35%	41.86%	25.17%	28.22%	27.20%

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

4.2 收入预测

公司计划从 2015 年开始，三年内完成新建 1000 家门店，并购相当于 1000 家门店销售规模的并购目标，按照公司 2015 年店均销售收入为 267 万元计算，当这些收购和新建的门店成熟后，公司销售收入将达到 82 亿元，但由于门店从新建/并购到成熟需要一段时间培育期，且并购项目具有不确定性，因此我们保守估计公司 2016 年、2017 年、2018 年收入增速为 34%、30%、28%。

风险提示：外延扩张不达预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1742	3315	4062	4356
现金	560	2189	2379	2584
应收账款	241	247	411	416
其他应收款	1	3	1	5
预付账款	89	92	150	155
存货	490	567	831	943
其他流动资产	852	784	1120	1196
非流动资产	695	748	817	896
长期投资	0	0	0	0
固定资产	254	266	277	286
无形资产	56	138	215	287
其他非流动资产	385	343	325	324
资产总计	2437	4062	4879	5252
流动负债	1014	1064	1652	1736
短期借款	0	0	0	0
应付账款	211	218	358	366
其他流动负债	803	847	1293	1370
非流动负债	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4
负债合计	1017	1068	1655	1740
少数股东权益	8	10	13	16
股本	320	363	363	363
资本公积	723	2078	2077	2078
留存收益	369	544	770	1055
归属母公司股东权益	1412	2985	3210	3496
负债和股东权益	2437	4062	4879	5252

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	182	385	347	376
净利润	178	219	283	356
折旧摊销	66	30	40	50
财务费用	-12	-23	-31	-32
投资损失	-8	0	0	0
营运资金变动	-341	156	52	-2
其他经营现金流	298	2	3	4
投资活动现金流	-696	-132	-131	-131
资本支出	0	-131	-131	-131
长期投资	-217	0	0	0
其他投资现金流	-479	-1	0	0
筹资活动现金流	550	1376	-26	-39
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	200	43	0	0
资本公积增加	525	1355	0	0
其他筹资现金流	-175	-21	-26	-40
现金净增加额	35	1630	190	205

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2846	3814	4959	6347
营业成本	1729	2316	3011	3855
营业税金及附加	22	27	35	44
营业费用	758	1045	1364	1745
管理费用	117	153	198	254
财务费用	-13	-23	-31	-32
资产减值损失	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	0	0	0
营业利润	233	289	374	474
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	240	296	381	480
所得税	61	74	95	120
净利润	178	222	286	360
少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司净利润	176	219	283	356
EBITDA	247	297	384	492
EPS(元)	0.49	0.61	0.78	0.98

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	27.6	34.1	30.0	28.0
营业利润(%)	26.0	24.2	29.4	26.6
归属于母公司净利润(%)	25.2	24.8	28.8	26.1
获利能力				
毛利率(%)	39.2	39.3	39.3	39.3
净利率(%)	6.2	5.8	5.7	5.6
ROE(%)	12.6	7.4	8.9	10.3
ROIC(%)	69.2	26.0	33.8	40.2
偿债能力				
资产负债率(%)	41.7	26.3	33.9	33.1
净负债比率(%)	25.8	15.3	-34.8	-20.6
流动比率	1.7	3.1	2.5	2.5
速动比率	1.2	2.6	2.0	2.0
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.2	1.1	1.3
应收账款周转率	14.6	15.6	15.1	15.4
应付账款周转率	16.6	17.8	17.2	17.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.61	0.78	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	1.06	0.96	1.04
每股净资产(最新摊薄)	3.9	8.2	8.9	9.6
估值比率				
P/E	61.0	48.9	37.9	30.1
P/B	7.6	3.6	3.3	3.1
EV/EBITDA	52.0	28.6	21.7	16.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033