

西王食品 (000639)

强烈推荐

行业：粮油加工

进军大健康领域，新业务打开成长空间

西王食品为国内领先的玉米油生产企业，公司于8月17日公布上半年业绩，公司1H2017实现总收入28.81亿元，同比增长145.66%，归属母公司净利润1.41亿元，同比增长48.62%。公司并表保健品业务实现收入16.64亿元，占比43.74%。同比增幅略小于10%，实现利润2.14亿元，同比增长约10%。植物油业务受市场竞争激烈影响，同比下滑4.4%至10.2亿元。

投资要点：

✧ **收购保健品公司 Kerr 进军大健康领域。**公司2016年成功收购加拿大保健品公司 Kerr 60%的股权，正式进军大健康领域，此举为未来业绩增长打开新的空间。Kerr 主要从事与运动营养及体重管理相关的营养补给品的研究、开发、营销和分销。目前 Kerr 旗下拥有7个运动营养品牌和4个体重管理品牌，其中核心品牌 MuscleTech、Six Star、Hydroxycut、Purely Inspired 营收贡献超过97%。

✧ **北美业务发展稳定，新渠道望带动业绩加速增长。**Kerr 旗下产品在北美市场发展稳定，已具有较高知名度。MuscleTech 和 Six Star 两款产品在美国运动营养产品市场整体 FDMC 及沃尔玛等渠道中销售排名第一，Hydroxycut 在北美 FDMC 渠道的市场份额已达24%。目前公司正积极与全球最大的连锁会员制卖场 COSTCO 洽谈合作，下半年公司保健产品有望入驻 COSTCO 线上进行销售，带动北美地区业绩加速增长。

✧ **线上线下齐头并进，业绩有望高速增长。**新团队重新整合国内线上销售渠道，与多个第三方平台电商及跨境电商达成合作，同时协议在阿里健康旗下多个平台推出公司运动营养产品，并利用阿里系资源进一步扩大产品市场销路。线下公司与一兆韦德达成合作协议，通过其百家连锁健身房高效率锁定目标客户群体，进一步提高国内市场知名度。由于国内运动营养品收入基数仍然较小，我们认为在大规模市场宣传推广下，国内业务可实现高速增长。

✧ **首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价25.6元。**我们预计2017年公司保健品业务收入为34.7亿元，净利润为4.27亿元，给予2017年PE 28倍，市值达119.56亿元，目前公司股权占比60%，对应市值为71.74亿元。我们预计2017年公司植物油业务收入为27.71亿元，净利润为1.8亿元，给予2017年PE 25倍，对应市值为45亿元。公司目标总市值为117亿元，在不考虑定增影响的情况下，对应目标股价为25.6元，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

✧ **风险提示：**运动营养新品拓展不及预期，食用油业务增长不及预期。

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：刘思远

S0960115120047

0755-82026922

liusiyuan@china-invs.cn

6-12个月目标价：25.6

当前股价：20.14

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	455
流通股本(百万股)	377
总市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	76
成交量(百万股)	1.53
成交额(百万元)	30.83

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3375	6446	7245	8196
收入同比(%)	50%	91%	12%	13%
归属母公司净利润	135	346	461	616
净利润同比(%)	-8%	157%	33%	34%
毛利率(%)	29.3%	38.9%	39.6%	40.2%
ROE(%)	7.0%	15.6%	17.8%	20.1%
每股收益(元)	0.30	0.76	1.01	1.35
P/E	67.16	26.15	19.63	14.70
P/B	4.71	4.07	3.50	2.96
EV/EBITDA	40	13	11	10

资料来源：中国中投证券财富研究部

目 录

一、收购运动营养品为公司打开新成长空间	4
1. 收购具体事项	4
2. 多样化产品储备	5
3. 多元化渠道分布	6
4. Kerr 盈利情况	6
5. 保健品业务未来发展	8
二、盈利预测与估值	10
三、风险提示	11

图目录

图 1 西王食品收购 KERR 股权示意图	4
图 2 KERR 营业收入（百万元）	7
图 3 KERR 净利润（百万元）	7
图 4 KERR 各产品营业收入占比%	7
图 5 KERR 利润率%	7
图 6 KERR 主要产品介绍	8
图 7 MUSCLETECH 天猫旗舰店	9
图 8 SIX STAR 天猫旗舰店	9
图 9 7 月淘宝系销售指数排行	9

表目录

表 1 KERR 旗下主要产品	4
表 2 KERR 北美渠道分布	5
表 3 公司主营业务预测表（百万元）	9
表 4 可比公司估值	10

一、收购运动营养品为公司打开新成长空间

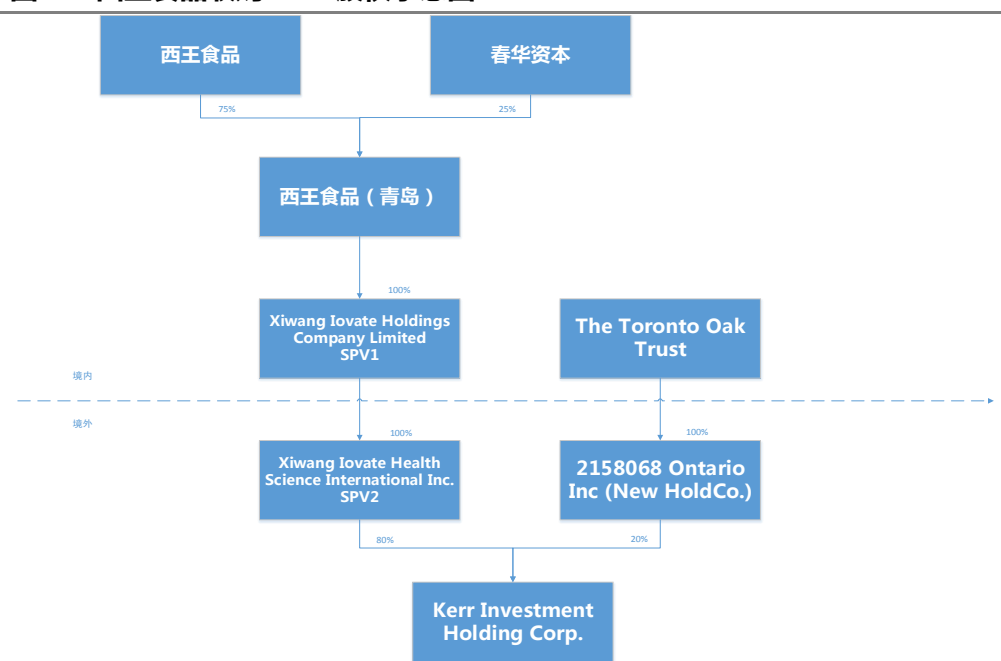
1. 收购具体事项

西王食品成立于 2007 年，为国内领先的玉米油生产企业，产品涉及葵花籽油、橄榄油、亚麻籽油、花生油等多个健康油种。公司围绕“从中国玉米油第一品牌到中国高端食用油第一品牌，再到中国健康食品第一品牌”三步走的战略目标，力争将西王食品打造成为一个健康食品大平台。

公司于 2016 年 9 月 20 日发布重大资产购买公告，联合春华资本分两期购买加拿大运动保健品公司 Kerr Investment Holding Corp. 100% 股权，正式进军大健康领域，为公司业绩增长打开新的空间。双方先在境内设立子公司西王食品（青岛），其中西王食品持股 75%，春华资本持股 25%，此后西王食品（青岛）在加拿大设立全资子公司 SPV1，并由 SPV1 设立的 SPV2 持有收购 Kerr 首期的 80% 股权，该交割已于 2016 年 11 月完成，交易作价 5.2 亿美元（首期完成后西王持有 Kerr 60% 股权，春华资本持有 20% 股权），Kerr 剩余 20% 的股权收购将单独由西王食品分三年完成（计划今年 10 月受让剩余股权的 25%，明年受让 25%，后年受让 50%），春华资本将在未来择时退出。

公司此次采取自有加自筹现金的形式进行收购，目前公司海外贷款约 17 亿人民币，国内贷款 10.1 亿人民币，合计每季利息支出约 3900 万元。公司拟向不超过 10 名符合规定的投资者合计发行不超过 1.3 亿股股票，共募集资金总额不超过 16.7 亿元。该定增方案已于 7 月顺利过审，预计将于今年年底前发行完毕，公司短期的财务费用压力可一定程度上得到缓解。

图 1 西王食品收购 Kerr 股权示意图



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

2. 多样化产品储备

Kerr Investment Holding Corp. (Kerr) 成立于 1998 年 11 月，总部位于加拿大奥克维尔。Kerr 主要从事与运动营养及体重管理相关的营养补给品的研究、开发、营销和分销，销售区域主要以美国和加拿大为主。根据 Euromonitor 发布的报告显示，Kerr 2015 年在加拿大地区保健品市场市占率达 11%，处于领导地位。目前其旗下拥有运动营养产品包括 MuscleTech、SixStar、Mission1、Epiq、True Grit、fuel:One、Strong Girl 等 7 个品牌以及体重管理产品包括 Hydroxycut、Purely Inspired、Xenadrine、Nature's Food 等 4 个品牌，产品销往全球 130 多个国家和地区。

表 1 Kerr 旗下主要产品

功效	品牌	产品简介
体重管理产品		1995 年推出，为美国销量第一的体重管理品牌，产品多元化，包括 Hydroxycut，Hydroxycut Gummies，Hydroxycut Black 等，致力于通过运动和饮食帮助用户达到减肥的目的
		高端产品定位，利用绿色咖啡豆提取物达到减肥的目的，产品纯天然无刺激
		经科学研究提供最有效的体重管理方案，产品包括无咖啡因产品、混合饮料、减肥软糖等，
		帮助运动员打造健康及富有活力的生活方式，产品不含防腐剂，为纯植物提取物，
运动营养产品		1996 年推出，致力于提供世界顶尖的运动营养补充品，已销售至超过 80 个国家，自 2006 年开始持续成为美国运动补充剂的销量冠军
		2004 年推出，为北美地区 FDMC 渠道最有影响力的运动营养品牌之一，经科学研究为运动员打造增加肌肉和力量的产品
		提供低热量和零添加物的蛋白棒，100%乳清、牛奶蛋白提取，无明胶、胶原质等物质，每根蛋白棒仅有 210 大卡，为运动员提供高端营养补充物
		提供纯天然无添加的顶尖运动营养补充剂用以雕塑男性及女性肌肉
		经高端营养补充剂研究而产生的新营养补充品牌



运动营养补充剂，为运动员等提供最前沿的解决办法



主打女性健身者市场，针对女性所设计的营养补充剂，产品包括蛋白粉，运动前产品，体重管理产品等

资料来源：公司官网、中国中投证券财富研究部

Kerr 采用轻资产的经营模式将生产环节进行外包，自己专注于产品研发，并与多个第三方研究机构及大学院校进行合作，运用最前沿的科学理念和成果共同研发运动营养及体重管理新产品。目前 Kerr 已拥有 60 多项专利以及获取业界多个领先原材料成分（包括 FreeAcidHMB、PeakATP 等）的独家许可协议，并累计研发了 800 多款产品，为公司持续保持在行业中的创新力和竞争力奠定基础。

3. 多元化渠道分布

在北美市场，Kerr 的线下渠道主要为 FDMC（食品店、药店、大众店和会员店）和健康食品商店，其中 FDMC 渠道的占比最大，在 2015 年达到 62.5%。线上 Kerr 主要通过 BodyBuilding.com、Boots、drugstore.com 等电商进行销售。

在运动营养市场领域，根据 AC 尼尔森研究数据显示，MuscleTech 和 Six Star 两款产品在美国运动营养产品市场整体 FDMC 及沃尔玛等渠道中销售排名第一。在体重管理市场领域，根据 AC 尼尔森近期研究数据显示，Hydroxycut 和 Purely Inspired 在美国体重管理产品市场整体 FDMC 和沃尔玛等渠道中销售排名分列第一和第二位，同时 Hydroxycut 在北美 FDMC 渠道的市场份额已达 24%。

表 2 Kerr 北美渠道分布

覆盖数量			收入占比（2015 年）
FDMC	食品店	近 1.3 万家，包括 Publix、Kroger 及 Loblaws	62.5%
	药店	近 2.4 万家，包括 Walgreens、RiteAid 及 CVS	
	大众店	8000 余家，包括 Walmart、Target	
	会员店	1000 余家，包括 Sam's Club、BJ's	
健康食品店		5560 家，包括 GNC、VitaminShope	25%
网络电商		包括 BodyBuilding.com、Boots、drugstre.com	12.5%

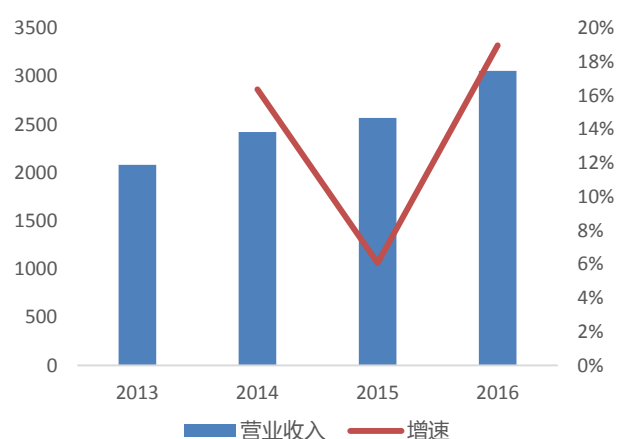
资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

4. Kerr 盈利情况

Kerr 2016 年收入达 30.5 亿元，同比增长 18.98%，净利润达 3.69 亿元，同比增长 15.67%，若剔除因资产重组向核心管理层额外支付的一次性奖金 0.63 亿元后，公司净利润为 4.32 亿元，同比增长 35.4%。Kerr2016 年毛利率和净利率分别为 45%和

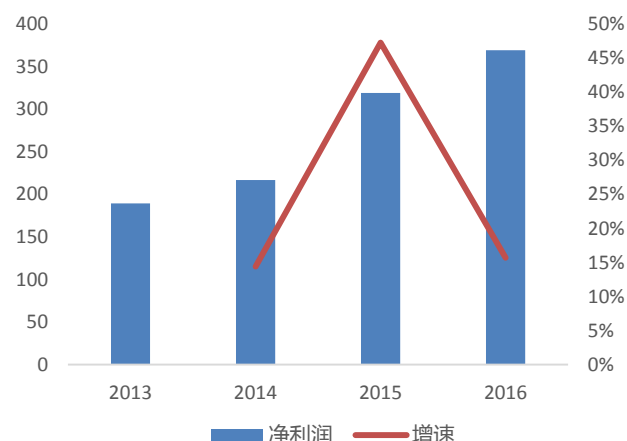
12%，若剔除一次性奖金的影响因素后，净利率可达 14.2%。此外，由于 Kerr 近年的营销推广形式逐渐从传统的电视广告转向互联网推广，使得销售费用率逐年下降，整体利润率相应呈逐步上升的趋势。在 Kerr 旗下所有品类中，MuscleTech、Six Star、Hydroxycut、Purely Inspired 为公司最核心的四个品牌，营收贡献超过 97%，由于四个产品皆定位高端人群市场，享有较高毛利率，其中明星品牌 MuscleTech 及 Six Star 毛利率达 40%左右，Hydroxycut 因近年原材料乳清蛋白成本下降，毛利率更高达 70%以上。

图 2 Kerr 营业收入（百万元）



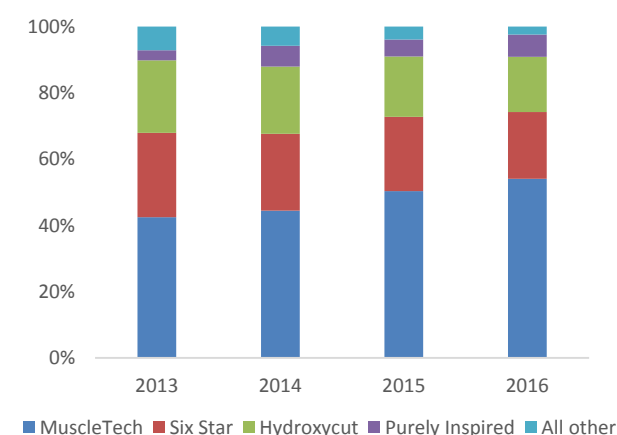
资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 3 Kerr 净利润（百万元）



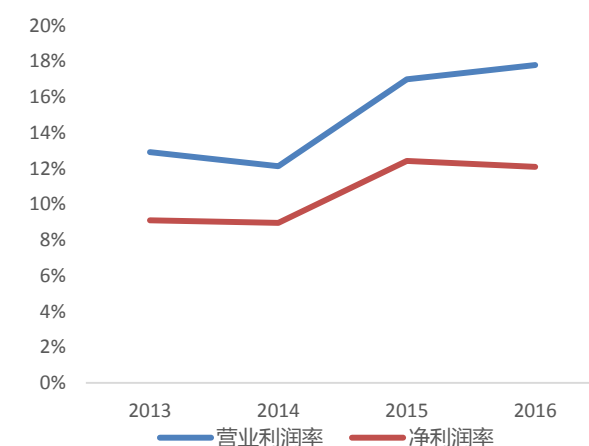
资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 4 Kerr 各产品营业收入占比%



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 5 Kerr 利润率%



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 6 Kerr 主要产品介绍



资料来源：网络资料、中国中投证券财富研究部

5. 保健品业务未来发展

海外市场：美国运动营养和体重管理市场较为成熟，Kerr 旗下产品在北美市场上已具有较高知名度，在各终端渠道销售情况良好，发展稳定。公司完成对 Kerr 的收购后，保留其北美地区原有团队，并相应提高了激励措施。目前公司正积极与大型超市 COSTCO 洽谈合作，下半年公司保健产品有望入驻 COSTCO 线上进行销售。COSTCO 为全球最大的连锁会员制卖场，如公司成功入驻，产品在美销量有望大幅提升。

此外，为完善国际化布局，公司亦积极开拓墨西哥、印度等新兴市场，上半年公司对海外经销商进行了调整，印度、巴西等地由原来的美国总代理替换成当地的经销商，在更加了解本土市场的情况下，此举有望促进海外保健品销量的进一步提升。

国内市场：Kerr 最早于 2008 年进入中国市场，并与原代理商北京盈奥合作将旗下 MuscleTech 引入中国市场，作为 Kerr 开拓国内市场的核心产品。MuscleTech 在没有进行大规模营销推广的情况下，以其高蛋白、低热量、口感佳等特性迅速得到了广大健身爱好者的认可，国内市场收入 14-16 年年均复合增长率近 60%。西王食品接手后，终止了与原代理商盈奥的合作，成立了新的公司负责 Kerr 产品在中国区的销售。新成立公司（北京奥威特运动营养科技有限公司）的负责人为西王食品北京运营中心销售副总监周勇，目前团队已有 50 至 60 人，公司在中国设立了北京、上海、广州、成都、沈阳、武汉、西安为核心的七个销售大区，并计划今年完成 200 家经销商的招商目标。新公司采取精准化的营销策略，将保健品牌推广围绕着城市红人圈和城市运动圈两个圈，以及顶级赛事线、场景化用户体验线、时尚互联网三条线进行，通过赞助国内体育赛事，如马拉松、Color Run 等，以及网络运动达人使用产品后的口碑营销来高效推广旗下产品。

今年 3 月，MuscleTech 举行了新品发布会，发布了轻养系列、六星系列、PI 净能量系列、白金一代系列和高性能系列等 5 大系列产品。此外，在 MuscleTech 发展良好的基础上，公司针对轻运动人群又引进了在北美销售口碑佳的 Six Star 产品，并于今年

6 月在网上开设了天猫旗舰店，Six Star 的引进可拓宽运动补给品的适用人群，并且进一步丰富公司产品线。公司还计划针对女性市场在今年下半年引入减脂塑身产品 Hydroxycut 系列和在明年引入美容产品 Purely Inspired 系列。新品类的不断引进望持续为国内保健品业务贡献增量。

图 7 MuscleTech 天猫旗舰店



资料来源：天猫、中国中投证券财富研究部

图 8 Six Star 天猫旗舰店



资料来源：天猫、中国中投证券财富研究部

由于运动保健品在线下药店销售仍需取得“蓝帽子”，审批时间较长，公司短期以线上销售为主，线上收入占比已接近 80%。2016 年“双十一”当天，MuscleTech 天猫旗舰店销售突破 1900 万，同比增速超过 100%，远超其他竞争品牌，今年上半年天猫旗舰店的每月同比销量增长持续保持超过 100%，7 月淘宝系数据显示，肌肉科技销量在运动营养细分市场已位列第一。

新公司接手后重新整合线上渠道，除了与原天猫旗舰店运营商西子继续进行合作外，公司还开拓了与亚马逊、一号店、唯品会等第三方平台电商以及京东全球购、网易考拉、唯品国际、小红书等跨境购的合作，同时亦与多个保健品垂直电商达成合作。今年 6 月，公司与阿里健康签署合作协议，双方将进行全产品、全渠道、全链路的新零售合作，未来公司运动营养品牌将陆续在阿里健康平台推出，同时天猫医药馆、阿里健康大药房、阿里系平台的村淘、天猫国际等资源将帮助公司旗下产品覆盖全国 200 多个城市的 2 万多家连锁药店渠道，进一步扩大保健品业务市场销路。

图 9 7 月淘宝系销售指数排行

排名	品牌名称	销售指数
1	BY - HEALTH/汤臣倍健	48,551
2	SWISSE	39,398
3	修正	33,245
4	MUSCLETECH/肌肉科技	28,731
5	Herbalife/康宝莱	24,891
6	CONBA/康恩贝	21,692
7	CPT/康比特	20,836
8	SIMEITOL/姿美堂	19,804
9	健乐多	19,157
10	Forrida/活力达	19,142

资料来源：网络资料、中国中投证券财富研究部

线下渠道积极配合线上进行品牌推广营销,公司今年在 IWF 展会上与一兆韦德(连锁健身企业, 目前在北京、上海、深圳、杭州等地已拥有超过一百家健身会所) 签署了战略合作协议框架, 未来公司产品可通过一兆韦德的百家连锁健身房高效率锁定目标客户群体进行推广宣传, 进一步提高市场知名度。除此之外, 公司亦在与青鸟体育、中体倍健等机构进行洽谈。目前公司已掌握了全国 1.3 万家健身房信息, 并计划在今年掌握 2.5 万家健身房的终端数据, 为 Kerr 全面进入健身房终端渠道做好准备。

二、盈利预测与估值

我们采用分部估值法对公司进行估值。今年上半年并表后公司保健品业务实现收入 16.64 亿元, 同比增幅略小于 10%, 实现利润 2.14 亿元, 同比增长约 10%。其中上半年国内业务实现收入约为 1 亿元, 下半年由于国内节庆活动较多, 公司运动营养品促销力度将会加大, 同时亦将通过新媒体及大型市场进行大量宣传, 国内业务有望加速增长, 预计公司今年全年可完成国内收入 3 亿元的目标, 同比增长超 130%。基于国内业务收入基数仍然较小, 我们认为未来收入仍可保持高速增长。我们预计 Kerr 海外市场将与美国保健品市场增长幅度相差不大, 今年同比增长 8.5%。综合国内国外收入, 我们预计 2017 年公司保健品业务收入为 34.7 亿元, 同时我们参考 Kerr 往年净利率, 预计保健品业务今年净利率为 12.3%, 得出今年净利润 4.27 亿元。参考国内可比保健品公司估值, 我们给予保健品业务 2017 年 PE 28 倍, 对应市值为 119.56 亿元, 按 60% 股权比例得出 71.74 亿元。

公司另一主业植物油上半年收入为 10.2 亿元, 我们预计全年该业务将同比实现高单位数增长至 27.71 亿元, 参考中期净利率, 我们预计植物油业务今年净利率为 6.5%, 对应业务净利润为 1.8 亿元。由于目前国内植物油市场比酱醋市场增长幅度相对较小, 我们在可比调味品公司平均估值的基础上做出 80% 的折价, 给予公司 2017 年植物油业务 25 倍 PE, 对应市值为 45 亿元。两项主营业务的目标总市值为 117 亿元, 在不考虑定增影响的情况下, 对应目标股价为 25.6 元。

表 3 公司主营业务预测表 (百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E
运动营养品收入	1664.64	3474.16	4037.61	4732.62
净利率	12.1%	12.3%	12.7%	13%
净利润	369.29	427.32	512.78	615.24
植物油收入	2554.58	2771.72	3007.32	3262.94
净利率	6.6%	6.5%	6.6%	6.7%
净利润	168.60	180.16	198.48	218.62

总收入	3375.22	6445.88	7244.93	8195.56
毛利率	29.3%	38.9%	39.6%	40.2%
净利率	4.0%	5.4%	6.4%	7.5%

资料来源：中国中投证券财富研究部

表 4 可比公司估值

名称	代码	最新价（元）	市值（亿元）	2016A	EPS			PE(LYR)		
					2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	
保健品类可比公司										
汤臣倍健	300146.SZ	14.41	211.84	0.37	0.45	0.53	27.92	31.78	27.37	
金达威	002626.SZ	40.80	92.10	0.51	0.61	0.71	28.84	24.56	20.97	
调味品类可比公司										
海天味业	603288.SH	40.80	1104	1.05	1.28	1.51	34.70	31.95	27.03	
中炬高新	600872.SH	21.47	171.04	0.45	0.63	0.80	39.76	34.11	26.90	
恒顺醋业	600305.SH	10.64	64.13	0.28	0.34	0.42	34.06	30.93	25.63	

资料来源：WIND，中国中投证券财富研究部

三、风险提示

公司运动营养新品拓展不及预期。由于我国运动营养品市场仍较为分散，品牌竞争激烈，公司旗下新产品拓展速度可能受限。

食用油业务增长不及预期。目前我国食用油市场竞争激烈，行业打折促销明显，或影响公司业务增长。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1999	2924	3612	4451
现金	689	710	1088	1639
应收账款	547	1044	1172	1326
其它应收款	14	24	28	31
预付账款	51	119	128	141
存货	662	990	1156	1273
其他	36	36	40	41
非流动资产	4690	4621	4563	4502
长期投资	10	10	10	10
固定资产	681	645	610	574
无形资产	1193	1189	1184	1180
其他	2807	2778	2760	2738
资产总计	6690	7545	8175	8953
流动负债	2129	2496	2574	2690
短期借款	1253	1253	1253	1253
应付账款	382	630	700	784
其他	494	612	621	652
非流动负债	1776	1776	1776	1776
长期借款	1735	1735	1735	1735
其他	41	41	41	41
负债合计	3905	4272	4351	4466
少数股东权益	864	1047	1240	1425
股本	455	455	455	455
资本公积	646	646	646	646
留存收益	826	1126	1484	1962
归属母公司股东权益	1921	2226	2584	3062
负债和股东权益	6690	7545	8175	8953

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-148	244	670	866
净利润	160	530	654	801
折旧摊销	44	61	61	61
财务费用	62	169	166	158
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-474	-494	-213	-155
其它	60	-21	3	2
投资活动现金流	-3494	-13	-24	-20
资本支出	151	0	0	0
长期投资	-10	-8	3	-1
其他	-3352	-21	-21	-21
筹资活动现金流	3904	-210	-268	-295
短期借款	1153	0	0	0
长期借款	1735	0	0	0
普通股增加	78	0	0	0
资本公积增加	404	0	0	0
其他	534	-211	-268	-295
现金净增加额	246	21	378	551

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3375	6446	7245	8196
营业成本	2387	3938	4374	4899
营业税金及附加	13	20	24	27
营业费用	487	1225	1377	1557
管理费用	219	418	470	532
财务费用	62	169	166	158
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	200	676	835	1023
营业外收入	16	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	214	679	839	1026
所得税	55	149	184	226
净利润	160	530	654	801
少数股东损益	25	183	193	185
归属母公司净利润	135	346	461	616
EBITDA	306	905	1062	1241
EPS (元)	0.30	0.76	1.01	1.35

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	50.4%	91.0%	12.4%	13.1%
营业利润	21.9%	238.7%	23.6%	22.5%
归属于母公司净利润	-7.8%	156.8%	33.2%	33.5%
获利能力				
毛利率	29.3%	38.9%	39.6%	40.2%
净利率	4.0%	5.4%	6.4%	7.5%
ROE	7.0%	15.6%	17.8%	20.1%
ROIC	4.0%	12.4%	14.2%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	58.4%	56.6%	53.2%	49.9%
净负债比率	78.74%	71.98%	70.69%	68.86%
流动比率	0.94	1.17	1.40	1.66
速动比率	0.61	0.77	0.95	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.91	0.92	0.96
应收账款周转率	10	8	6	6
应付账款周转率	10.20	7.78	6.58	6.60
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.76	1.01	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.33	0.54	1.47	1.91
每股净资产(最新摊薄)	4.23	4.90	5.69	6.74
估值比率				
P/E	67.16	26.15	19.63	14.70
P/B	4.71	4.07	3.50	2.96
EV/EBITDA	40	13	11	10

投资评级定义**公司评级**

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。
刘思远, 伦敦大学学院经济学学士，伦敦卡斯商学院投资管理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434