

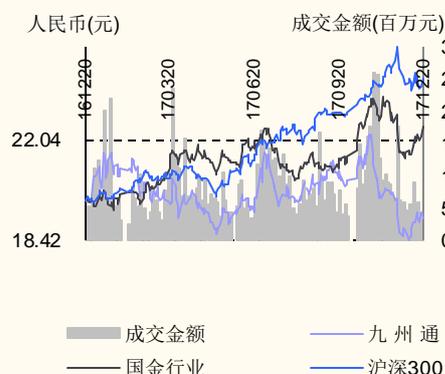
市场价格 (人民币): 18.95 元

核心业务稳中求进，战略业务寻求突破

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,645.79
总市值(百万元)	35,604.74
年内股价最高最低(元)	22.21/18.42
沪深 300 指数	4030.49
上证指数	3287.61



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.422	0.535	0.755	0.770	1.002
每股净资产(元)	5.68	6.85	8.70	9.37	10.28
每股经营性现金流(元)	0.25	0.25	-0.76	0.41	0.36
市盈率(倍)	46.48	38.79	25.1	24.6	18.9
行业优化市盈率(倍)	17.92	17.92	17.92	17.92	17.92
净利润增长率(%)	23.87%	26.78%	61.19%	1.89%	30.24%
净资产收益率(%)	7.42%	7.81%	8.68%	8.21%	9.76%
总股本(百万股)	1,647.01	1,647.03	1,878.88	1,878.88	1,878.88

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

投资逻辑

- 公司是 700 亿规模的民营医药商业龙头。实际控制人刘宝林先生对上市公司的持股比例较高，此次定增完成后进一步提升股权比例。公司的收入、净利润、净资产在 09—16 年的复合增速分别为 19%、20.8%、27.6%。
- 公司的成长轨迹：崛起于快批，拓展至纯销，战略业务中寻找突破。99—08 年，九州通的崛起源于其差异化定位快批业务，将国有商业企业忽视的第二、第三终端作为核心客户。09—13 年，切入二级及以上医疗机构的药品纯销业务。14 年至今，直达基层终端、战略业务寻找突破，器械、中药饮片、消费品代理业务增速远高于行业平均。
- 定增已完成，理论上具有撬动百亿资金的能力，为业务拓展提供保障。商业公司的资金管理非常关键，尤其在目前资金趋紧的大环境中，能够提前准备充足、低成本的资金，是商业公司进行业务拓展的优势。
- 全国物流配送网络，支撑千亿规模业务量。公司已在全国完成 30 个省级物流中心和 73 个地市级物流中心的布局工作，未来三年将地市级物流网络拓展至 200 个，完成全国性分销与物流配送体系。公司多批次、小批量的配送特点是其物流上独特的竞争优势。

投资建议

- 公司是最大的民营医药商业龙头企业。1) 实际控制人在此次定增后，进一步提升股权比例，定增价为 19.65 元；2) 公司直接对药店、诊所等终端的配送业务提速明显。基层医疗机构作为公司的优势渠道，我们认为未来几年用药增长最快的终端。两票制推行有利于公司整合小商业公司，提升城市公立医院的纯销份额。3) 定增完成理论上具有撬动百亿资金的能力，以及公司的全国物流配送体系，为 19 年实现千亿收入提供支撑。
- 盈利预测：预计公司 17-19 年 EPS 为 0.75、0.77、1 元，同比增长 61%、1.9%、30%。剔除今年汉阳地块拆迁补偿款的影响，公司 17-19 年 EPS 为 0.565、0.75、0.98 元，同比增长 20.7%、32.5%、31%。仅考虑经营性收益，当前股价 18.95 元分别对应估值为 33.5X、25.27X、19.34X。给予公司未来 6—12 个月 22.5 元目标价位，相当于 18 年 30XPE。给予“买入”评级。

风险

- 医院受药品零差率和降低药占比的影响，出现对商业公司货款账期拉长的现

彭婷 分析师 SAC 执业编号：S1130515090003
(8621)60230249
pengt@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

象，这会影晌商业公司的周转和整体盈利水平：

- 应收账款周转天数拉长，影响经营性净现金流的风险。随着公司收入中医院分销的占比提升，导致应收账款天数出现拉长的趋势，从而导致经营性现金流为负的风险；
- 贷款利率上行压力。商业公司的资金成本是开展业务的重要考虑指标，资金成本上升意味着降低整体盈利水平；
- 并购分销商的整合风险。两票制、营改增等政策的影响下，小型药品分销商有被大型商业企业并购的诉求，公司通过并购快速抢占医院纯销的市场份额，但还是存在一定的整合风险。

内容目录

公司基本情况	5
实际控制人股权占比较高.....	5
700 亿规模的民营商业龙头	5
核心业务稳中求进，战略业务寻找突破.....	5
成长轨迹：崛起于快批，拓展至纯销，战略业务求突破	6
99—08 年，崛起于第二、第三终端快批业务.....	6
09—13 年，拓展至城市公立医院纯销业务.....	7
14 年至今，直达基层、战略业务寻找突破.....	9
17—19 年业务增长点.....	10
定增资金为业务拓展提供保障.....	11
全国物流配送网络，支撑千亿规模业务量	12
九州通和国药控股的财务对比.....	13
投资建议和风险提示.....	17

图表目录

图表 1：定增前上市公司股权结构.....	5
图表 2：定增后上市公司股权结构.....	5
图表 3：公司营业收入和归母净利润的规模及增速.....	5
图表 4：公司收入和毛利润构成.....	6
图表 5：公司战略思路和业务定位.....	6
图表 6：九州通差异化定位快批业务.....	7
图表 7：九州通应收账款和毛利率变化.....	7
图表 8：九州通收入增速和行业的比较.....	8
图表 9：不同终端用药增速对比.....	8
图表 10：公司在二级及以上医院的纯销收入及增速.....	9
图表 11：公司在基层医疗机构纯销的收入及增速.....	9
图表 12：城市公立医院药品收入占比.....	10
图表 13：公司消费品事业部规模及增速.....	10
图表 14：九州通批发业务收入结构拆分.....	11
图表 15：公司资产负债率水平.....	12
图表 16：公司的资金周转天数.....	12
图表 17：公司对小规模终端的货物分拣.....	13
图表 18：医药商业前五大企业情况.....	13
图表 19：九州通和国药控股的毛利率情况.....	14
图表 20：九州通和国药控股的应收账款周转天数情况.....	14
图表 21：九州通和国药控股的经营净现金流情况.....	15
图表 22：九州通和国药控股的收入利润增速.....	15

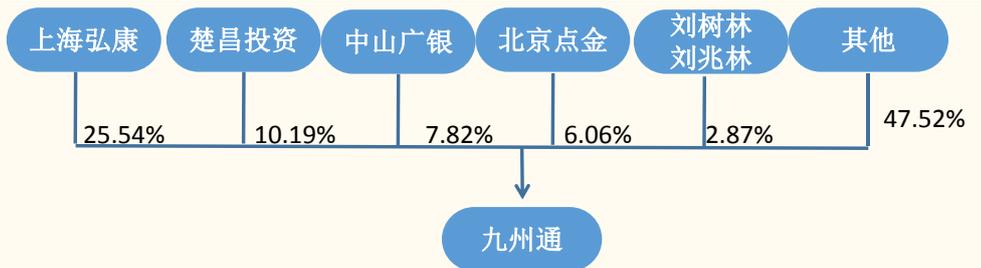
图表 23: 九州通和国药控股的存货周转情况.....	16
图表 24: 九州通和国药控股的资产负债率情况.....	16
图表 25: 九州通和国药控股的 ROE 情况.....	17

公司基本情况

实际控制人股权占比较高

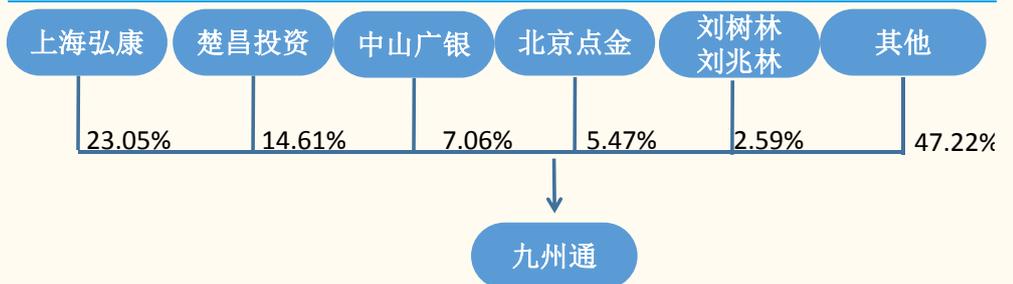
- 实际控制人刘宝林先生股权占比较高，定增完成后进一步提升实际控制人的股权占比。目前董事长刘宝林先生通过上海弘康、楚昌投资、北京点金合计持有公司 41.79% 的股权，为公司的实际控制人。此次定增完成后，刘宝林先生直接或间接持有公司的股权上升至 43.13%，进一步提升股权占比。
- 此次定增融资 36 亿元，楚昌投资认购 20 亿，定增价为 19.65 元。募集资金扣除发行费用后用于补充公司流动资金。

图表 1：定增前上市公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：定增后上市公司股权结构

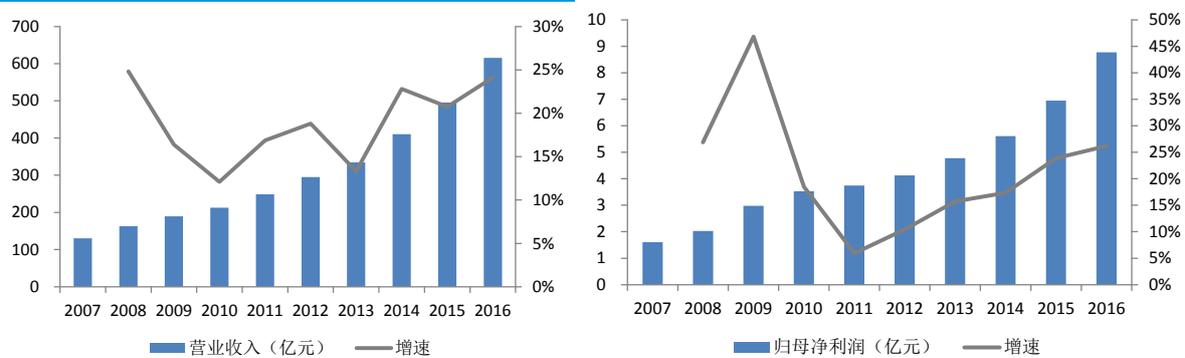


来源：公司公告，国金证券研究所

700 亿规模的民营商业龙头

- 公司在 2016 年收入规模达到 615 亿元，归母净利润达到 8.77 亿元。收入、净利润、净资产在 09—16 年的复合增速分别为 19%、20.8%、27.6%。截至 2016 年末，公司与 7000 多家上游供货商保持了良好的合作关系，同时下游客户近 10 万家，经营的品种品规约 25 万个。

图表 3：公司营业收入和归母净利润的规模及增速

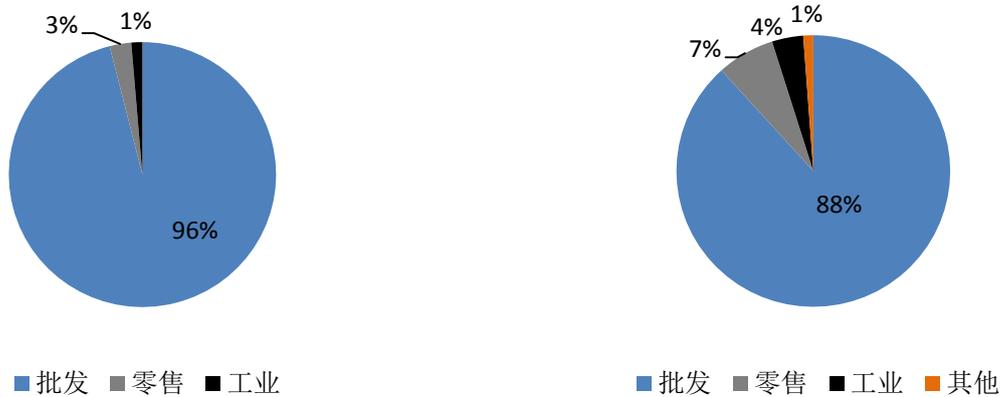


来源：公司公告，国金证券研究所

核心业务稳中求进，战略业务寻找突破

- 医药批发业务在公司收入中占比 96%，毛利中占比 88%。是公司的核心业务。

图表 4：公司收入和毛利润构成



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司的战略思路是核心业务稳中求进，战略业务寻找突破，新兴业务严控风险。

图表 5：公司战略思路和业务定位



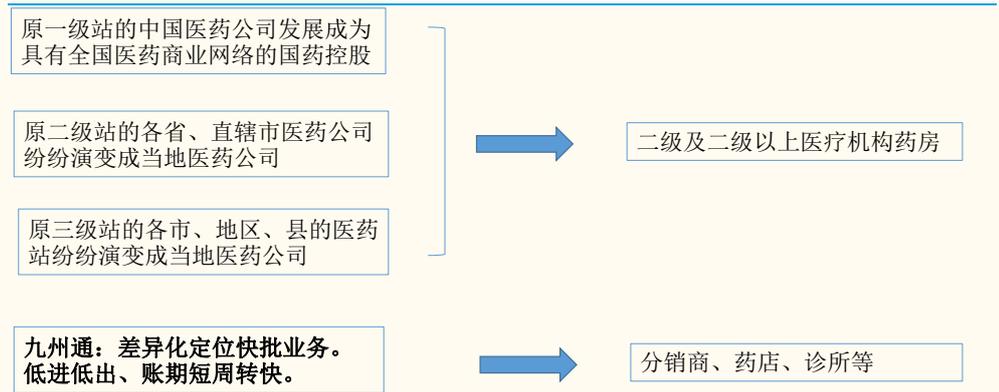
来源：公司公告，国金证券研究所

成长轨迹：崛起于快批，拓展至纯销，战略业务求突破

99—08 年，崛起于第二、第三终端快批业务

- 九州通的崛起源于其差异化定位快批业务。区别于传统医药商业公司以二级及二级以上医疗机构为主要客户，九州通以下游批发商、药店、民营医院、诊所等市场化客户为主要销售对象，提供药品销售及配送服务。低进低出、账期短周转快，是九州通模式的主要特点。

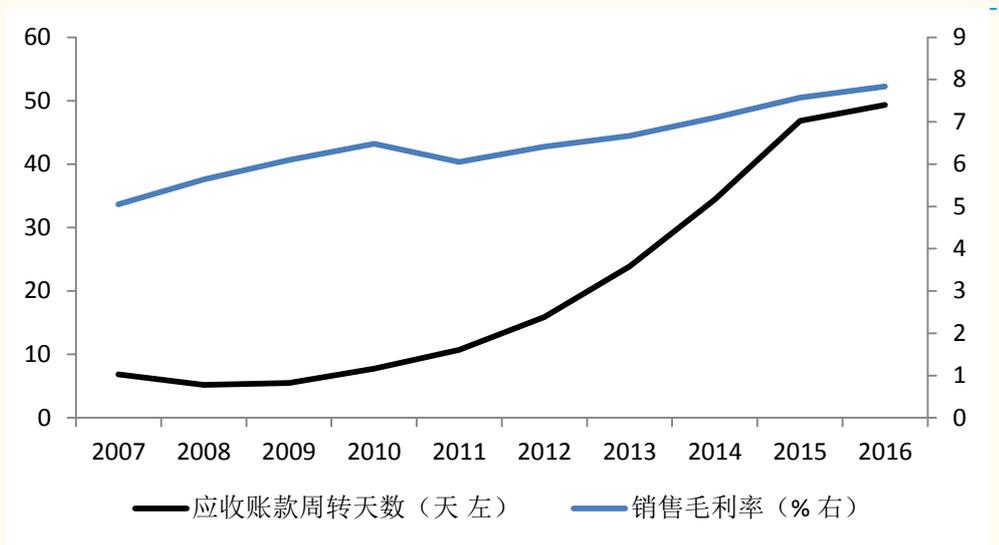
图表 6：九州通差异化定位快批业务



来源：国金证券研究所

- 以快批业务为主的时期，九州通的毛利率较低、应收账款周转天数短。

图表 7：九州通应收账款和毛利率变化

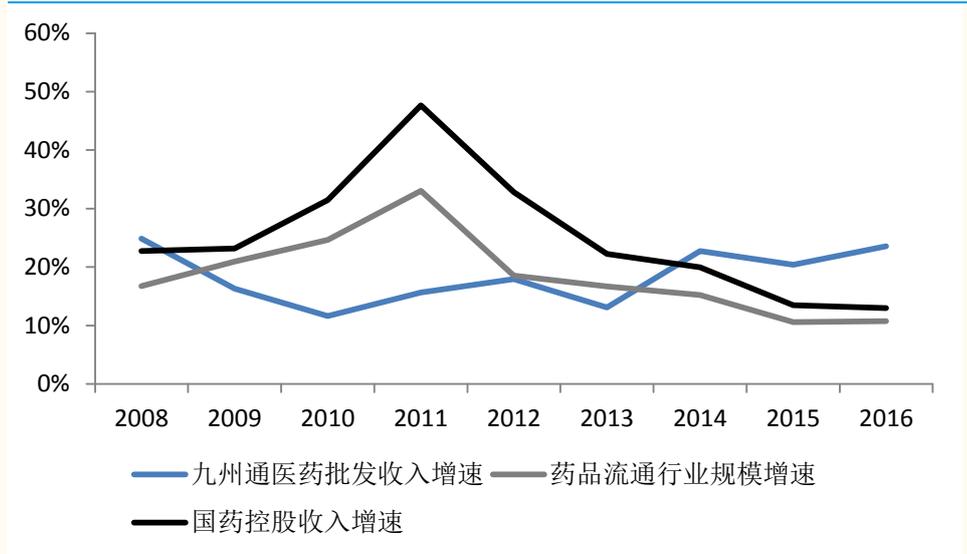


来源：公司公告，国金证券研究所

09—13 年，拓展至城市公立医院纯销业务

- 09 年开始公司快批业务进入平稳增长阶段。一方面公司前十年基本完成了快批业务的布局；另一方面 2010 年开始推行的基药制度，影响了基层医疗机构的用药积极性，基层用药市场增速趋缓。

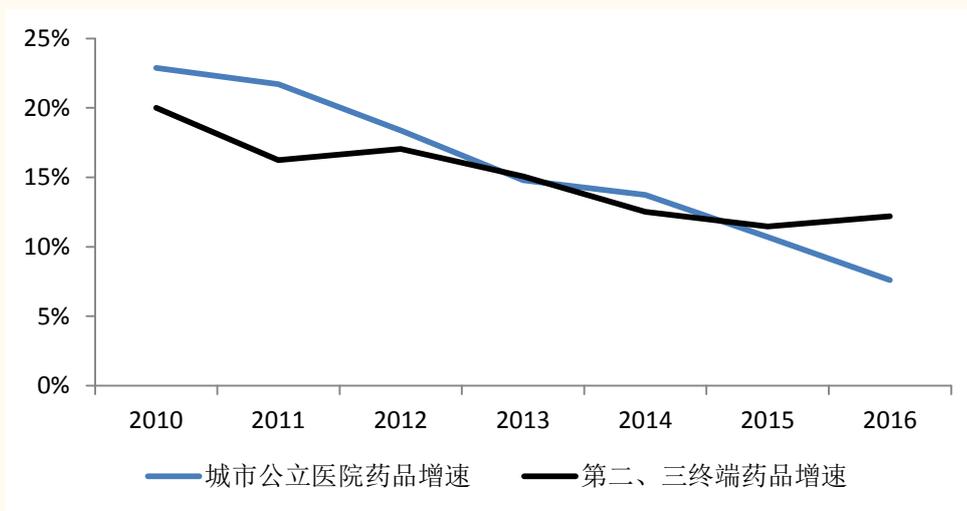
图表 8：九州通收入增速和行业的比较



来源：wind，国金证券研究所

- 公司在 09 年成立医院业务事业部，切入二级及以上医疗机构的药品流通市场。整个药品行业受益于医保扩容，2010—2012 年进入快速增长阶段。而城市公立医疗机构是药品扩容那个阶段最受益的终端，九州通努力切入这块市场。

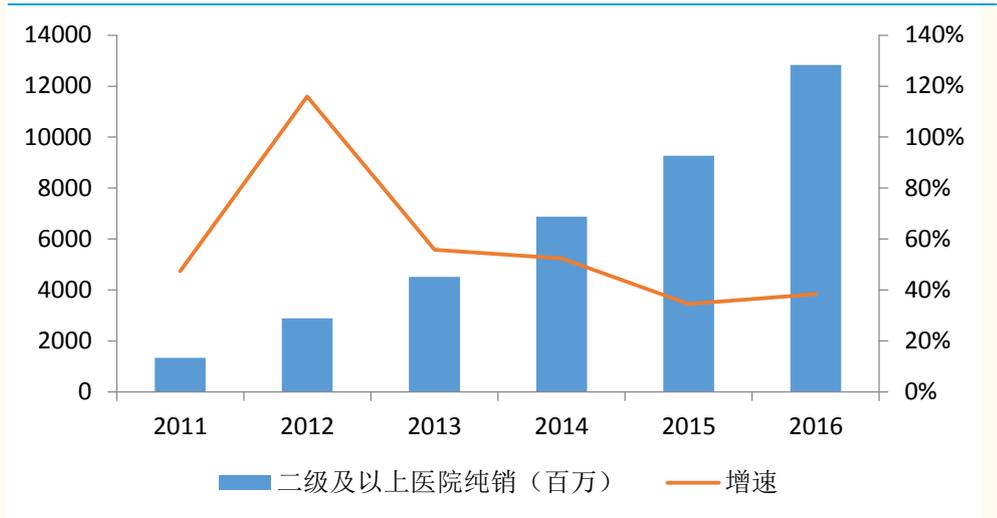
图表 9：不同终端用药增速对比



来源：南方所，国金证券研究所

- 11—13 年公司在二级及以上医疗机构纯销业务增速远高于其他业务增速。

图表 10: 公司在二级及以上医院的纯销收入及增速

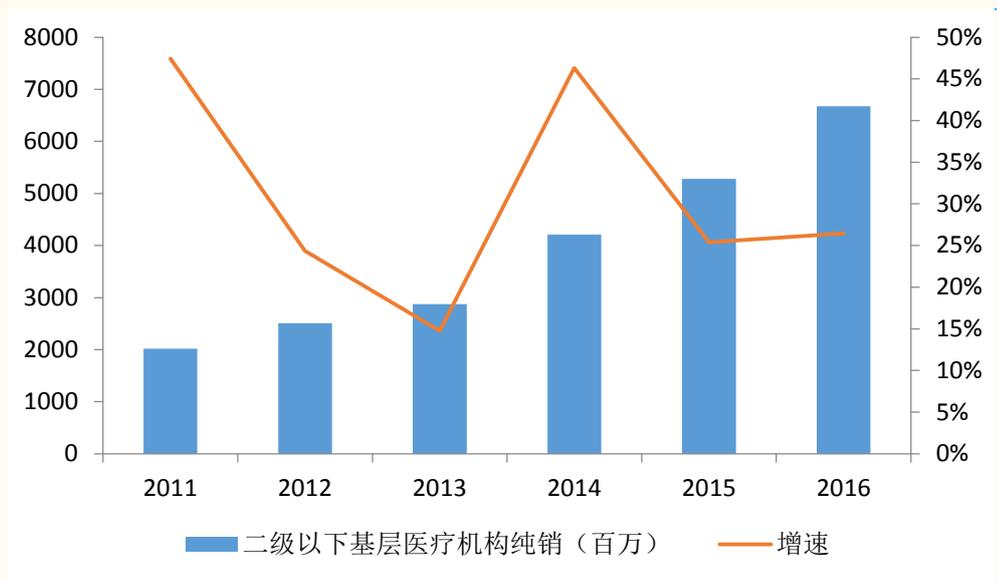


来源: 公司公告, 国金证券研究所

14 年至今, 直达基层、战略业务寻找突破

- 14 年开始公司加大直接覆盖基层医疗机构终端的力度。公司抓住新医改大力推进基层医疗机构建设及基本药物的契机, 14 年专门成立“基药与处方药事业部”, 积极推进公司在基药招标采购的配送商资格, 抢占基层医疗机构终端市场与基药业务。

图表 11: 公司在基层医疗机构纯销的收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 我们判断公立基层医疗机构是未来几年用药增长最快的终端。基层医疗机构受益于城市公立医院药品零差价、降低药占比、分级诊疗等政策, 很有可能承接外流的慢性病用药、处方药市场, 增量市场提升内生增速。2015 年国务院办公厅发布了《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》, 提到力争到 2017 年试点城市公立医院药占比 (不含中药饮片) 总体降到 30% 左右。

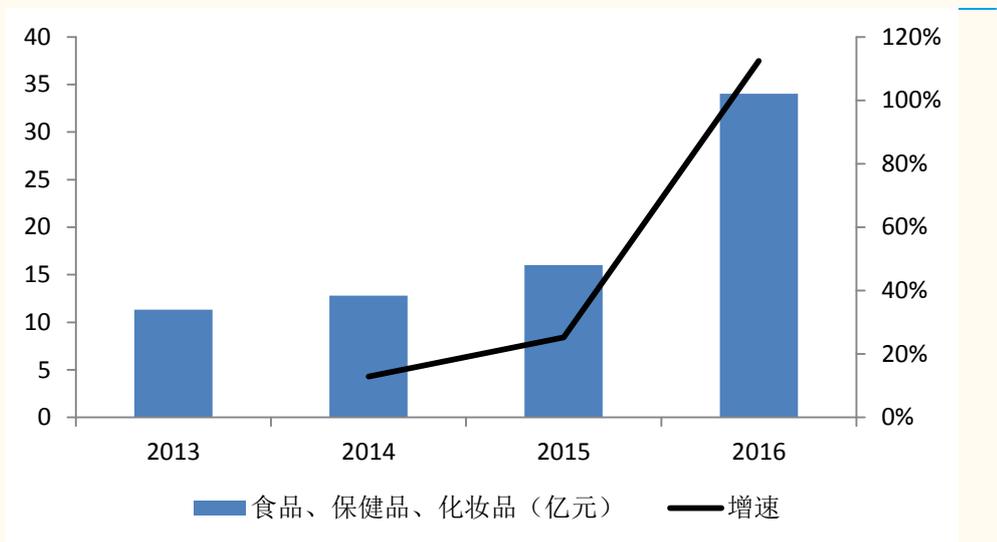
图表 12：城市公立医院药品收入占比



来源：统计年鉴，国金证券研究所

- 公司从 14 年开始在战略业务中寻找新的增长点。例如 2015 年公司正式成立消费品事业部，快消品代理业务从 13 年的 11 个亿快速成长为 16 年的 34 亿。公司的短期目标是在 19 年实现消费品业务超百亿收入。
- 公司消费品事业部开展了惠氏、费列罗、欧莱雅等外资品牌的代理业务。
- 九州通切入奶粉，源于 13 年开始婴幼儿奶粉试行药店销售。国家九部委曾联合发布《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见》，称我国将试行药店专柜销售婴幼儿配方乳粉制度。
- 公司以为品牌商开拓药店等增量渠道切入，取得部分中小市场的代理权，再逐渐替换业绩不达标的代理商，获取部分连锁超市的代理。

图表 13：公司消费品事业部规模及增速

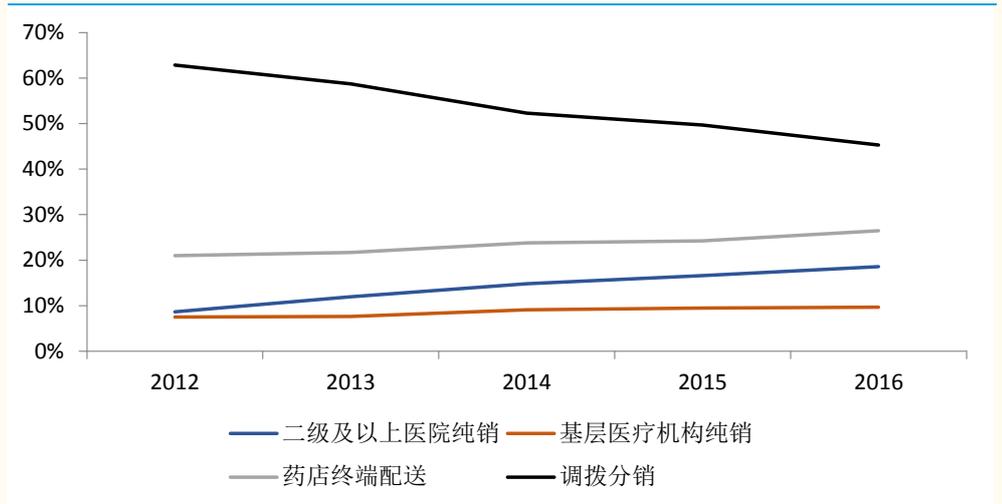


来源：公司公告，国金证券研究所

17—19 年业务增长点

- 对收入的分析：
 - 从公司近几年收入结构的变化可见，调拨分销的业务比重在逐渐下调，终端直配的业务比重在上升。其中医院纯销业务和药店直配业务的收入比重上升明显。
 - 接下来公司会进一步加大终端直配的收入比重。

图表 14：九州通批发业务收入结构拆分



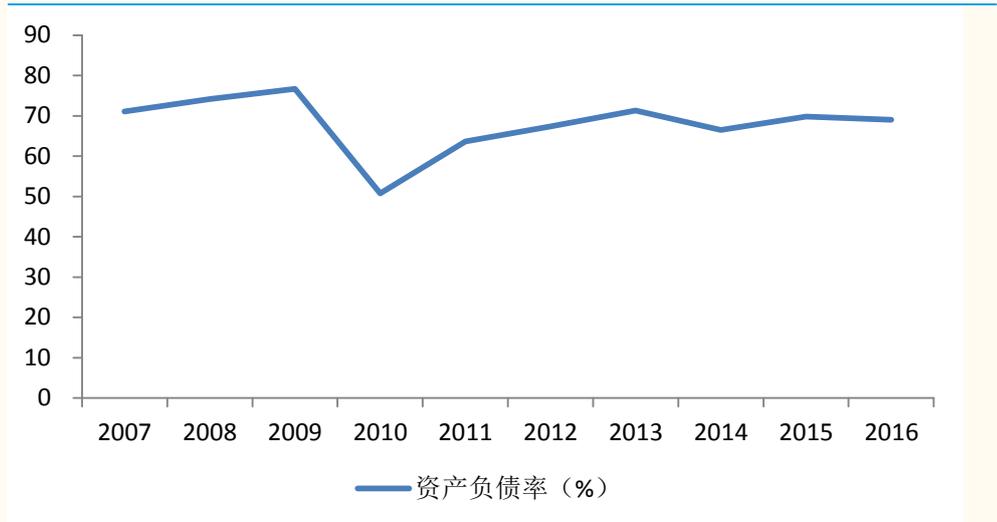
来源：公司公告，国金证券研究所

- 二级以上医疗机构纯销业务未来三年有望保持 25%—30% 的增速。两票制为公司拓展医院业务带来机遇，一方面很多有终端资源的小商业公司，两票制下业务受限，有意愿被收购；另一方面工业企业两票制预期下，会增加一级代理商的数量，随着九州通医院纯销业务的增加，有机会拿到更多医院处方药品种的代理权，进一步强化纯销业务。
- 基层医疗机构未来三年收入增速预计在 30% 以上。基层医疗机构受益于城市公立医院药品零差价、降低药占比、分级诊疗等政策，很有可能承接外流的慢性病用药、处方药市场，增量市场提升内生增速；同时在财政实力较强的省份地市，基层医疗机构正逐渐放开基药目录，增加非基药的使用比例。我们判断公立基层医疗机构是未来几年用药增长最快的终端。
- 调拨分销业务逐渐转向药店终端的直配，整体保持 20% 左右的增长，其中药店终端的直配业务预计增速会在 30% 以上。九州通调拨业务的下游分销商受营改增、两票制、94 号文等影响，业务开展有所影响。这类分销商下游很大部分是零散药店和诊所，九州通近年正在加快对这类终端的直配。17 年上半年新开发药店终端 3.2 万家，17—19 年预计净增加 10 万家药店，计划 19 年中小终端覆盖增加至 20 万家。
- 对利润的分析：
 - 预计公司 17—19 年毛利率将逐渐提升，主要原因在于毛利率较高的业务趋势上占比将提升。公司向下游分销商的调拨业务毛利率仅 5% 左右，这块业务的占比将逐渐下降。而对医院、药店等终端的直配业务毛利率在 7%—9%，终端直配业务的占比将提升。

定增资金为业务拓展提供保障

- 此次定增融资 36 亿元，楚昌投资认购 20 亿。募集资金扣除发行费用后用于补充公司流动资金。
- 公司近五年的资产负债率保持在 70% 左右，理论上定增完成后，可撬动百亿规模的资金池子。公司的目标资产负债率是 70% 左右，则理论上可以有新增 84 亿负债的弹性。

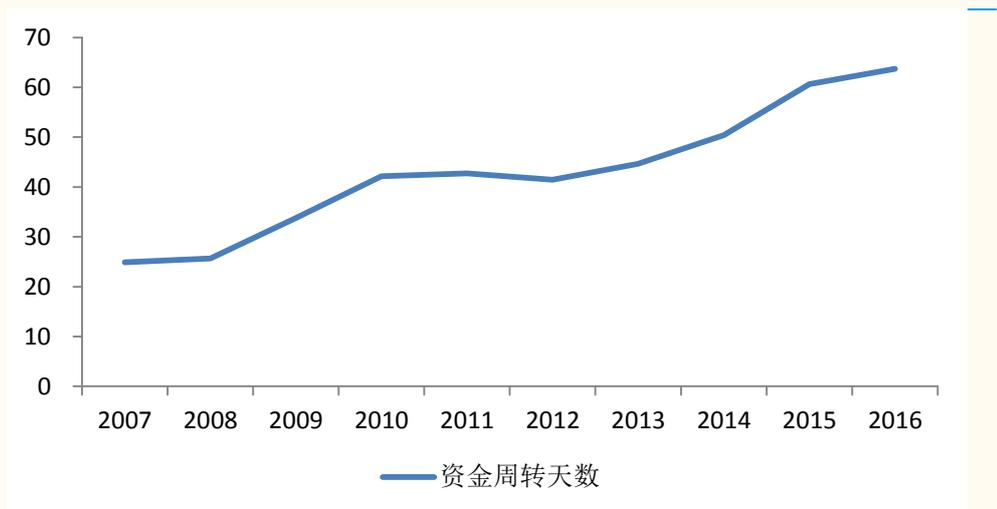
图表 15：公司资产负债率水平



来源：公司公告，国金证券研究所

- 此次定增为 19 年公司达到千亿收入规模提供保障。考虑到公司资金周转天数在 70 天左右，百亿资金如果都投入业务中，大约可带动 500 亿规模的业务量。

图表 16：公司的资金周转天数



来源：公司公告，国金证券研究所

全国物流配送网络，支撑千亿规模业务量

- 公司具有全国性医药物流配送体系，未来将布局 200 个地市级医药物流配送网络。截止到 2017 年半年报，公司已在全国完成 30 个省级物流中心（仅剩宁夏银川）和 73 个地市级分销物流中心的布局工作。未来公司将重点转向地市级的分销网络与物流配送体系的建设工作，预计今年将布局 100 多家地市级物流中心，未来三年将地市级网络拓展至 200 个，完成全国性分销与物流配送体系。
- 九州通的客户主要是基层医疗机构、药店、诊所，因此其物流具有多批次、小批量的特点。对中小型终端进行药品批发配送时，长尾商品甚至需要按最小配送单位进行分拣，这是九州通物流配送区别于其他商业公司的特点。

图表 17: 公司对小规模终端的货物分拣



来源: 国金证券研究所

九州通和国药控股的财务对比

- 我们以医药商业龙头国药控股为例，来对比分析九州通的财务特点。因为华润医药和上海医药的年报中包含工业收入，因此选取国控和九州通的报表对比分析。

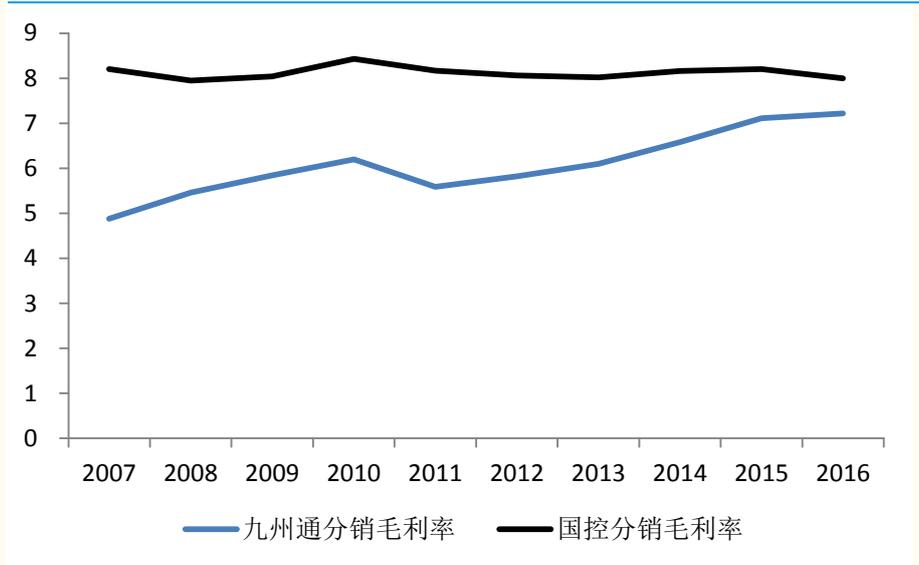
图表 18: 医药商业前五大企业情况

	16年医药分销规模(亿元)	市场份额
国药控股	2988	16.2%
华润医药	1146	6.2%
上海医药	1138	6.2%
九州通	615	3.3%
广州医药	363	2.0%

来源:《2016年药品流通行业运行统计分析报告》，国金证券研究所

- 由于客户的结构不同，国控的毛利率高于九州通。国控下游的客户主要是规模较大的医院，医院都存在占用商业公司资金的问题，一般来说，占用资金时间越长，毛利率相对越高。而九州通 09 年之前主要是针对第二第三终端的调拨业务，调拨业务要求现款现货，毛利率较低，九州通 09 年开始拓展医院分销业务后，毛利率开始提升。

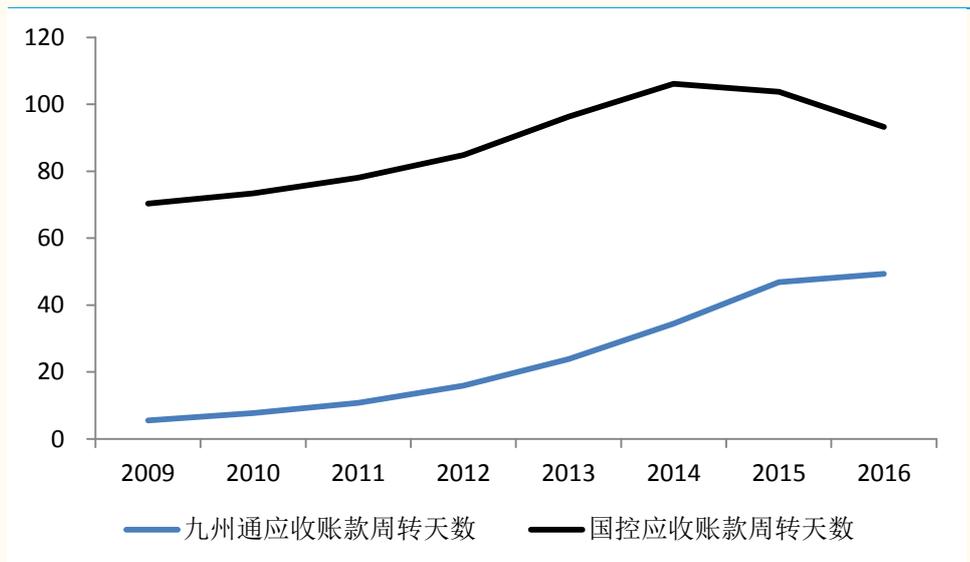
图表 19: 九州通和国药控股的毛利率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 国控应收账款周转天数高于九州通, 主要因为医院的回款周期慢于第二第三终端。随着九州通 09 年医院分销业务的增加, 应收账款周转天数逐渐上升。

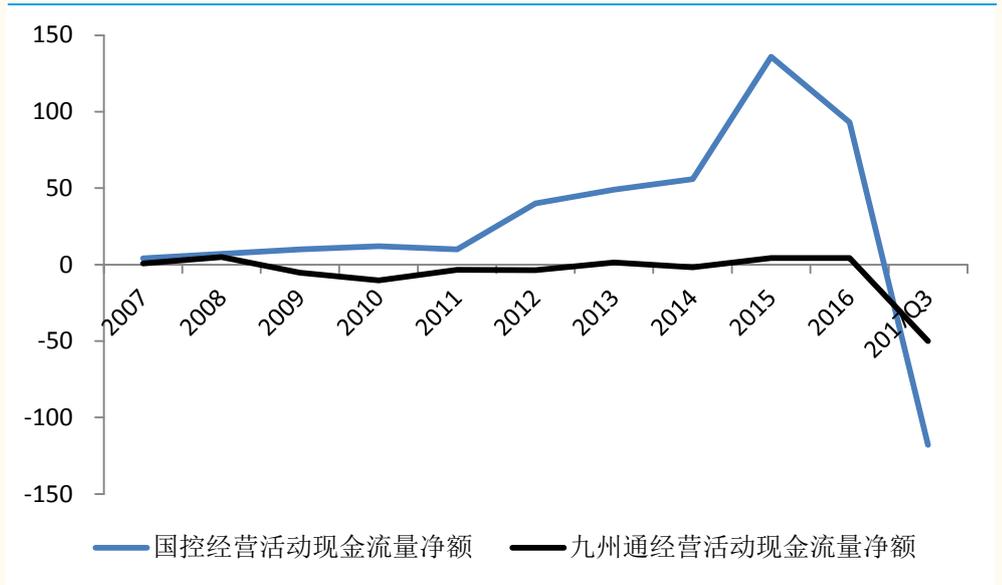
图表 20: 九州通和国药控股的应收账款周转天数情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 今年以来, 国控和九州通的经营性净现金流纷纷转负。主要原因在于医院在降低药占比、药品零差率的政策背景下, 滞后对药品分销商的回款, 导致医药流通企业普遍现金流变差。

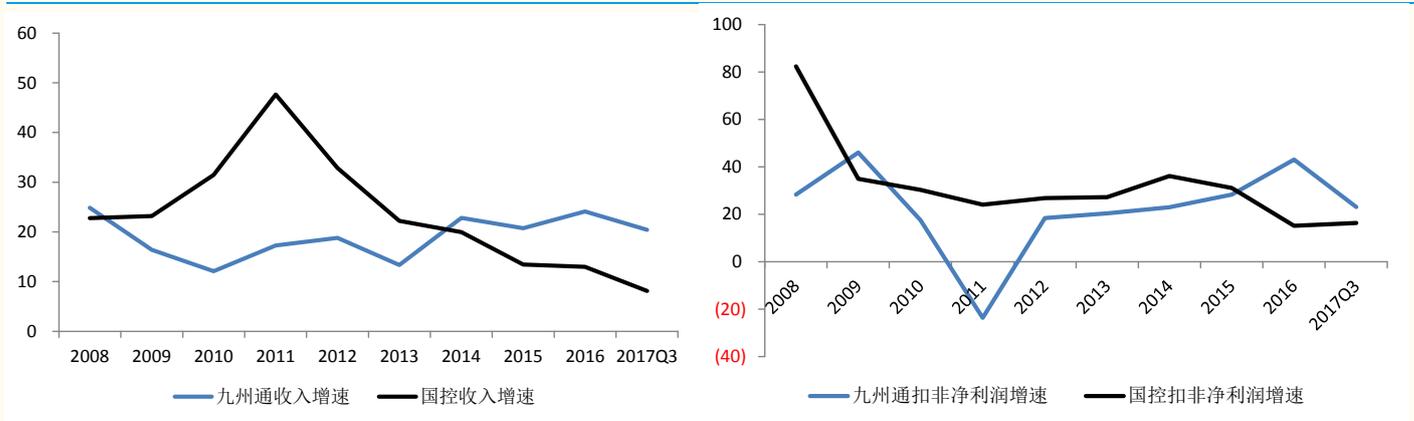
图表 21：九州通和国药控股的经营净现金流情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 九州通近两年来收入和利润的增速高于国控。2013 年之前，国控收入、利润增速快于九州通，主要因为城市公立医疗机构作为国控主要的客户，是医保扩容、药品市场快速增长最受益的终端。而九州通主要面向基层市场，受基药制度影响，基层用药积极性下降，市场增速趋缓。14 年开始，九州通在战略业务中寻找新的增长点，中药、医疗器械、消费品代理业务快速增长，收入利润增速高于行业平均。

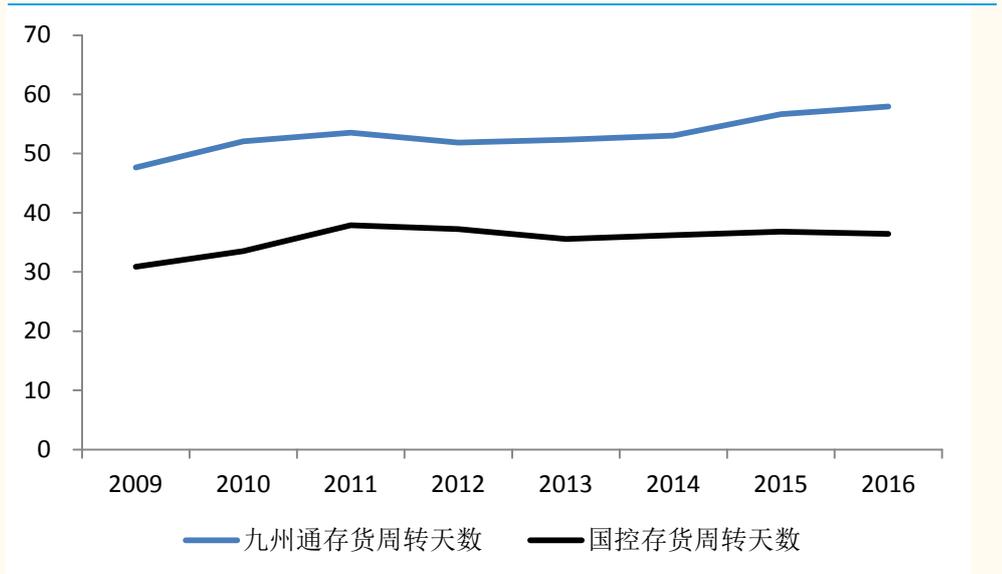
图表 22：九州通和国药控股的收入利润增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 九州通的存货周转速度慢于国控。国控的存货周转天数控制在 30—40 天之间，而九州通的存货周转天数在 50—60 天之间。

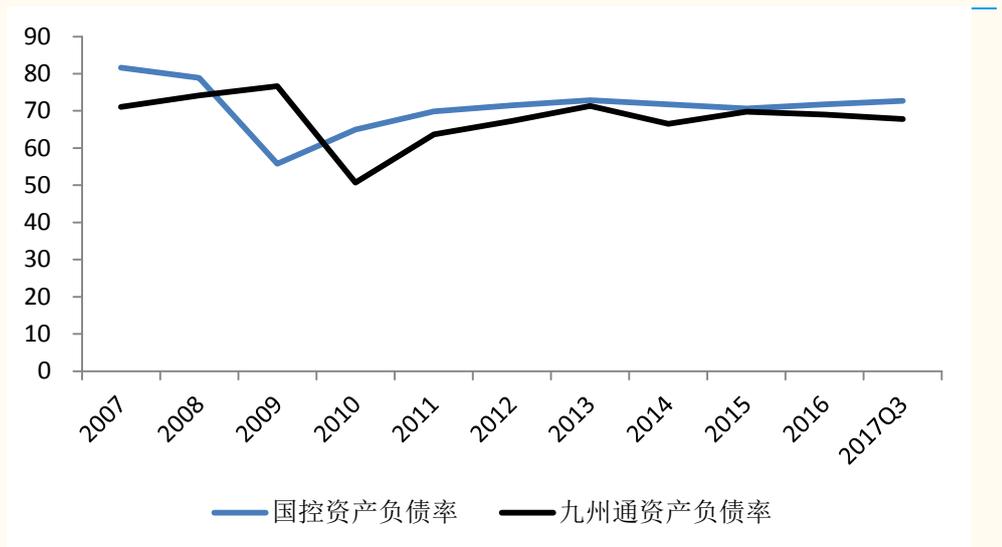
图表 23: 九州通和国药控股的存货周转情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 国控和九州通近几年的资产负债率都维持在 70%左右, 杠杆率相对较高。

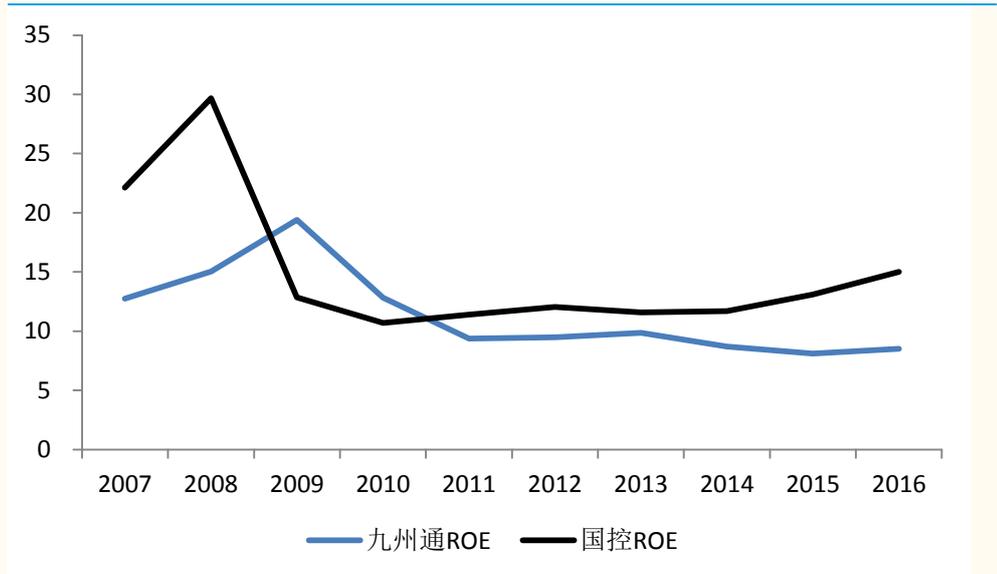
图表 24: 九州通和国药控股的资产负债率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 国控的盈利能力高于九州通。近几年九州通的 ROE 在 8%—10%之间, 而国控的 ROE 一直维持在 10%以上。

图表 25：九州通和国药控股的 ROE 情况



来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议和风险提示

- 投资建议：公司是最大的民营医药商业龙头企业。1) 实际控制人在此次定增后，进一步提升股权比例，定增价为 19.65 元；2) 直接对药店、诊所等终端的配送业务提速明显。基层医疗机构作为公司的优势渠道，我们认为未来几年用药增长最快的终端。两票制推行有利于公司整合小商业公司，提升城市公立医院的纯销份额。3) 定增完成理论上具有撬动百亿资金的能力，以及公司的全国物流配送体系，为 19 年实现千亿收入提供支撑。
- 盈利预测：预计公司 17-19 年 EPS 为 0.75、0.77、1 元，同比增长 61%、1.9%、30%。剔除今年汉阳地块拆迁补偿款的影响，公司 17-19 年 EPS 为 0.565、0.75、0.98 元，同比增长 20.7%、32.5%、31%。仅考虑经营性收益，当前股价 18.95 元分别对应估值为 33.5X、25.27X、19.34X。给予公司未来 6—12 个月 22.5 元目标价位，相当于 18 年 30XPE。给予“买入”评级。
- 风险提示：1) 医院受药品零差率和降低药占比的影响，出现对商业公司贷款账期拉长的现象，这会影商业公司的周转和整体盈利水平；2) 应收账款周转天数拉长影响经营性净现金流的风险。随着公司收入中医院分销的占比提升，导致应收账款天数出现拉长的趋势，从而导致经营性现金流为负的风险；3) 贷款利率上行压力。商业公司的资金成本是开展业务的重要考虑指标，资金成本上升意味着降低整体盈利水平；4) 并购分销商的整合风险。两票制、营改增等政策的影响下，小型药品分销商有被大型企业并购的诉求，公司通过并购快速抢占医院纯销的市场份额，但还是存在一定的整合风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	41,068	49,589	61,557	74,915	91,396	111,595	货币资金	3,587	6,109	5,237	7,000	8,000	9,000
增长率	20.7%	24.1%	21.7%	22.0%	22.1%		应收账款	8,141	10,878	14,533	19,416	23,437	28,617
主营业务成本	-38,153	-45,834	-56,733	-68,719	-83,737	-102,098	存货	6,311	8,114	10,152	10,355	12,618	15,385
%销售收入	92.9%	92.4%	92.2%	91.7%	91.6%	91.5%	其他流动资产	1,835	2,121	2,241	3,168	3,777	4,603
毛利	2,915	3,755	4,824	6,195	7,659	9,497	流动资产	19,874	27,221	32,164	39,940	47,833	57,605
%销售收入	7.1%	7.6%	7.8%	8.3%	8.4%	8.5%	%总资产	82.4%	83.5%	83.0%	84.4%	85.9%	87.7%
营业税金及附加	-59	-77	-130	-150	-183	-223	长期投资	404	764	898	899	898	898
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	2,976	3,543	4,403	5,035	5,417	5,596
营业费用	-1,062	-1,226	-1,633	-2,101	-2,468	-3,047	%总资产	12.3%	10.9%	11.4%	10.6%	9.7%	8.5%
%销售收入	2.6%	2.5%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%	无形资产	846	1,018	1,167	1,411	1,525	1,581
管理费用	-771	-1,078	-1,268	-1,873	-2,194	-2,701	非流动资产	4,251	5,363	6,565	7,375	7,871	8,105
%销售收入	1.9%	2.2%	2.1%	2.5%	2.4%	2.4%	%总资产	17.6%	16.5%	17.0%	15.6%	14.1%	12.3%
息税前利润 (EBIT)	1,023	1,374	1,793	2,071	2,815	3,526	资产总计	24,125	32,585	38,729	47,315	55,704	65,710
%销售收入	2.5%	2.8%	2.9%	2.8%	3.1%	3.2%	短期借款	4,984	5,847	5,531	6,649	8,887	11,139
财务费用	-394	-509	-662	-719	-982	-1,113	应付款项	9,211	12,992	17,598	22,043	26,858	32,749
%销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	其他流动负债	170	2,171	2,131	219	267	403
资产减值损失	-29	-53	-93	0	0	0	流动负债	14,365	21,010	25,259	28,911	36,012	44,291
公允价值变动收益	0	0	7	0	0	0	长期贷款	0	0	6	6	6	7
投资收益	41	48	9	30	35	38	其他长期负债	1,672	1,729	1,452	1,282	1,282	1,282
%税前利润	5.5%	5.0%	0.8%	1.6%	1.8%	1.5%	负债	16,038	22,739	26,718	30,200	37,300	45,581
营业利润	642	860	1,053	1,383	1,868	2,451	普通股股东权益	7,801	9,355	11,278	16,353	17,611	19,307
营业利润率	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%	2.0%	2.2%	少数股东权益	287	491	732	762	792	822
营业外收支	112	96	56	550	100	100	负债股东权益合计	24,125	32,585	38,729	47,315	55,704	65,710
税前利润	753	956	1,109	1,933	1,968	2,551	比率分析						
利润率	1.8%	1.9%	1.8%	2.6%	2.2%	2.3%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-185	-252	-201	-483	-492	-638	每股指标						
所得税率	24.6%	26.4%	18.1%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.341	0.422	0.535	0.755	0.770	1.002
净利润	568	704	908	1,449	1,476	1,913	每股净资产	4.748	5.680	6.848	8.704	9.374	10.276
少数股东损益	8	9	28	30	30	30	每股经营现金净流	-0.113	0.252	0.246	-0.761	0.410	0.358
归属于母公司的净利润	561	695	881	1,419	1,446	1,883	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.130	0.100	0.100
净利率	1.4%	1.4%	1.4%	1.9%	1.6%	1.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.19%	7.42%	7.81%	8.68%	8.21%	9.76%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	2.32%	2.13%	2.27%	3.00%	2.60%	2.87%
净利润	568	704	904	1,449	1,476	1,913	投入资本收益率	5.25%	5.84%	7.78%	6.20%	7.39%	8.12%
少数股东损益	8	9	28	30	30	30	增长率						
非现金支出	191	273	370	287	323	352	主营业务收入增长率	22.82%	20.75%	24.13%	21.70%	22.00%	22.10%
非经营收益	368	449	561	312	1,002	1,151	EBIT增长率	22.69%	34.32%	30.46%	15.55%	35.90%	25.27%
营运资金变动	-1,314	-1,012	-1,430	-3,477	-2,031	-2,744	净利润增长率	17.32%	23.87%	26.78%	61.19%	1.89%	30.24%
经营活动现金净流	-186	415	406	-1,429	770	672	总资产增长率	29.73%	35.07%	18.85%	22.17%	17.73%	17.96%
资本开支	-942	-1,005	-1,146	-615	-719	-485	资产管理能力						
投资	-90	-594	-401	-1	0	0	应收账款周转天数	34.9	47.5	50.0	58.0	57.0	57.0
其他	7	61	49	30	35	38	存货周转天数	53.8	57.4	58.8	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-1,025	-1,538	-1,498	-586	-684	-447	应付账款周转天数	37.6	43.4	44.2	50.0	50.0	50.0
股权募资	2,414	1,239	1,488	3,900	0	0	固定资产周转天数	21.4	20.5	21.1	19.0	15.9	13.3
债权募资	-260	2,887	-633	969	2,238	2,253	偿债能力						
其他	-1,077	-1,349	-1,270	-1,091	-1,325	-1,477	净负债/股东权益	37.00%	13.60%	13.12%	5.44%	11.79%	17.00%
筹资活动现金净流	1,077	2,777	-415	3,778	913	776	EBIT利息保障倍数	2.6	2.7	2.7	2.9	2.9	3.2
现金净流量	-134	1,654	-1,507	1,763	1,000	1,000	资产负债率	66.48%	69.78%	68.99%	63.83%	66.96%	69.37%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	7	8	19
增持	0	2	6	7	14
中性	0	0	3	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.75	1.72	1.56

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH