

# 仁和药业 (000650)

证券研究报告

2018年04月27日

## 产品形成品牌集群，依托渠道优势加速放量

2017年业绩平稳过渡，2018年一季度净利润同比增长34.05%

根据2017年年报，公司实现营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别为38.44、3.80及3.66亿元，分别同比增长7.76%、2.11%及7.48%，其中药品收入比重上升，实现销售收入32.85亿元，同比增长8.15%，营收占比达85.46%。经营活动现金流量净额为4.98亿元，同比减少4.60%。公司近年积极布局医药互联网行业，开始公司自身产业改革创新，目前正处于产业转型升级过渡时期，2018年一季度营收增速达26.02%，归母净利润增速34.05%。公司依托自身渠道优势，加大重点产品的营销力度，我们认为2018年有望延续一季度快速增长趋势。

### 公司渠道优势明显，药品毛利率水平提升

公司坚持“直供终端品牌化、销售渠道多元化”的终端和渠道发展大方向，建立和巩固了遍布全国30个省市自治区的销售网络，根据2017年年报，公司目前拥有销售人员4128人。公司通过OEM业务以及高效供应链体系打破自身发展瓶颈。公司主营业务可分为药品与健康产品，主打为妇科产品“妇炎洁”系列、感冒止咳产品“仁和可立克”系列和“优卡丹系列”以及眼部护理产品“闪亮”系列。相比较OEM产品，自有品牌的产品毛利高且安全性好，公司加大自有品牌的营销力度。2017年药品整体毛利率为35.63%，同比提升3.14pp。

### 加大研发力度，积极开展一致性评价

公司重视创新，通过并购及科研院所合作来保持科技领先，公司目前旗下包括江西闪亮在内六家子公司被认定“高新技术企业”，已启动包括苯磺酸氨氯地平片等在内的化药仿制药一致性评价品种6个，2017年开展技术攻关项目156个，新品上市28个。公司拥有研发人员233人，占公司总人数3.35%，近两年研发投入保持在2700万元左右，随着研发力度增加，预计未来投入会持续增加。

### 估值与评级

公司经过多年市场培育，已形成品牌产品集群，同时公司渠道优势明显，依托产品和渠道优势，公司产品有望放量增长。2018年公司将继续推进营销模式创新、互联网应用创新，提升企业品牌及产品品牌价值。预计2018-2020年公司PES分别为0.40、0.51和0.62元，参考同行业公司估值，给与2018年18倍PE，目标价7.20元，首次覆盖给与“买入”评级。

**风险提示：**1.品牌产品的市场推广不及预期；2.各领域产品竞争加剧；3.期间费用率过高影响净利润水平。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,567.08	3,843.77	5,017.20	6,223.47	7,562.60
增长率(%)	41.34	7.76	30.53	24.04	21.52
EBITDA(百万元)	629.85	636.50	787.20	996.68	1,208.44
净利润(百万元)	372.38	380.23	495.49	628.35	768.31
增长率(%)	(4.84)	2.11	30.32	26.81	22.28
EPS(元/股)	0.30	0.31	0.40	0.51	0.62
市盈率(P/E)	17.53	17.16	13.17	10.39	8.49
市净率(P/B)	2.37	2.17	1.89	1.64	1.39
市销率(P/S)	1.83	1.70	1.30	1.05	0.86
EV/EBITDA	12.88	8.69	7.34	4.47	4.04

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	5.27元
目标价格	7.2元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,238.34
流通A股股本(百万股)	1,238.00
A股总市值(百万元)	6,526.05
流通A股市值(百万元)	6,524.23
每股净资产(元)	2.52
资产负债率(%)	17.45
一年内最高/最低(元)	6.43/4.52

### 作者

杨烨辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003 yangyehui@tfzq.com	
潘海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110517080006 panhaiyang@tfzq.com	
王金成	联系人
wangjincheng@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 核心投资逻辑	3
2. 2017 年公司业绩逐季加速，期间费用里控制合理	3
2.1. 2017 年公司业绩趋势向好，2018 年一季度业绩高增长	3
2.2. 主营业务药品占比提升明显，华东地区营收占比最高	4
2.3. 销售费用率和管理费用率趋于平稳，期间费用控制合理	5
3. 主力产品形成品牌集群，具备良好的成长基础	5
4. 加大研发力度，积极开展一致性评价	8
5. 估值与评级	9
6. 风险提示	10

## 图表目录

图 1：仁和药业股权结构	3
图 2：2016-2018 营收（百万元）及同比、环比（右轴）	3
图 3：2016-2018 归母净利润（百万元）及同比、环比（右轴）	3
图 4：2007-2017 公司各产品营收占比	4
图 5：2008-2017 公司各产品营收（百万元）及各自毛利率（右轴）	4
图 6：2008-2017 公司营收各地区占比	5
图 7：2007-2017 销售、管理、财务费用（百万元）及各自占收入占比（右轴）	5
图 8：2013-2017 子公司康美医药营业收入（百万元）及增速（右轴）	6
图 9：2013-2017 子公司江西铜鼓仁和营业收入（百万元）及增速（右轴）	6
图 10：2013-2017 子公司江西铜鼓仁和营业收入（百万元）及增速（右轴）	7
图 11：2009-2017 研发投入（百万元）及增速（右轴）	8
图 12：2009-2017 研发投入（百万元）及收入占比（右轴）	8
表 1：公司主要产品	5
表 2：公司 GMP 认证剂型	7
表 3：主要在研项目	8
表 4：公司业绩拆分与预测	9
表 5：同行业公司可比 PE	10

## 1. 核心投资逻辑

**1. 自主品牌占比提升，带动了整体毛利率水平提升。**与 OEM 品牌相比，自主品牌的毛利率水平更高，公司通过加大自主品牌的营销力度，提升了整体毛利率水平。2017 年药品整体毛利率为 35.63%，同比提升 3.14pp。

**2. 小幅提价，让利终端。**2017 年年报显示，公司拥有营销人员 4128 名，以直销为主。公司对渠道终端的把控力强，OEM 业务奠定了公司营销基础，通过让利终端提高产品销量。

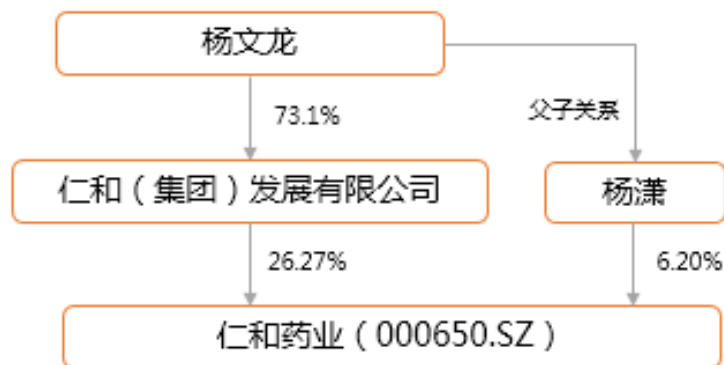
**3. 打造黄金单品，建设公司品牌。**公司坚持品牌发展道路，聚焦公司资源，重点打造参鹿补片、安宫牛黄丸等黄金单品。

## 2. 2017 年公司业绩逐季加速，期间费用里控制合理

仁和药业前身为九江化学纤维厂于 1996 年股改设立九江化纤股份有限公司，在深交所挂牌上市。2006 年自产重组，仁和集团司法拍卖获 67.16% 股权，剥离原有资产，注入医药资产，开启新的征程。2007 年 1 月 11 日，公司正式更名为仁和药业股份有限公司。

仁和药业实际控制人为杨文龙先生，现任仁和集团董事长。杨文龙通过仁和集团间接持有上市公司 26.28% 的股权，杨潇直接持有上市公司 6.2% 的股权，二人为父子关系。2018 年 4 月 24 日，公司公告增补杨潇先生为公司第七届董事会董事。

图 1：仁和药业股权结构

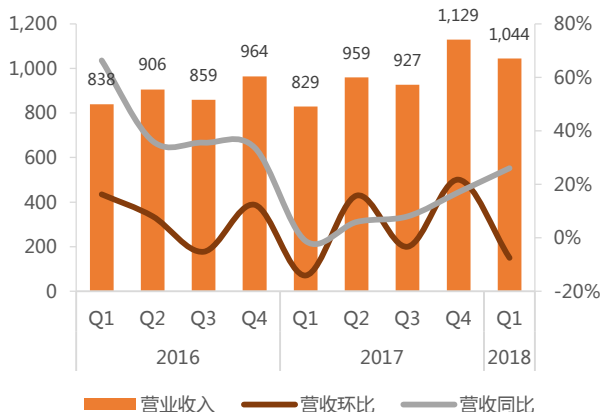


资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.1. 2017 年公司业绩趋势向好，2018 年一季度业绩高增长

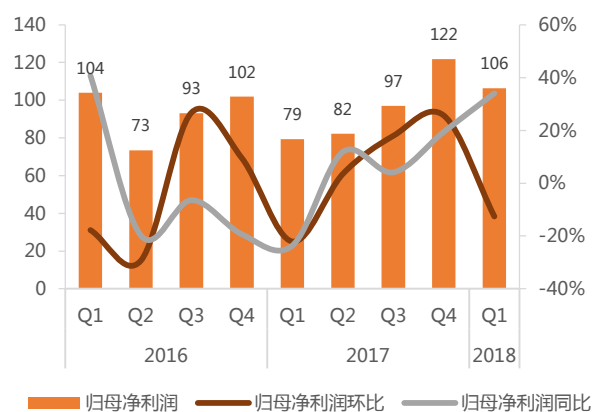
公司 2017 年四个季度，营业收入同比均有增加，且增速呈加速状态。公司 2018 年第一季度营业收入 10.44 亿元，同比增长 26.02%，归母净利润 1.06 亿元，同比增长 34.05%。经营情况逐步提升。

图 2：2016-2018 营收（百万元）及同比、环比（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2016-2018 归母净利润（百万元）及同比、环比（右轴）

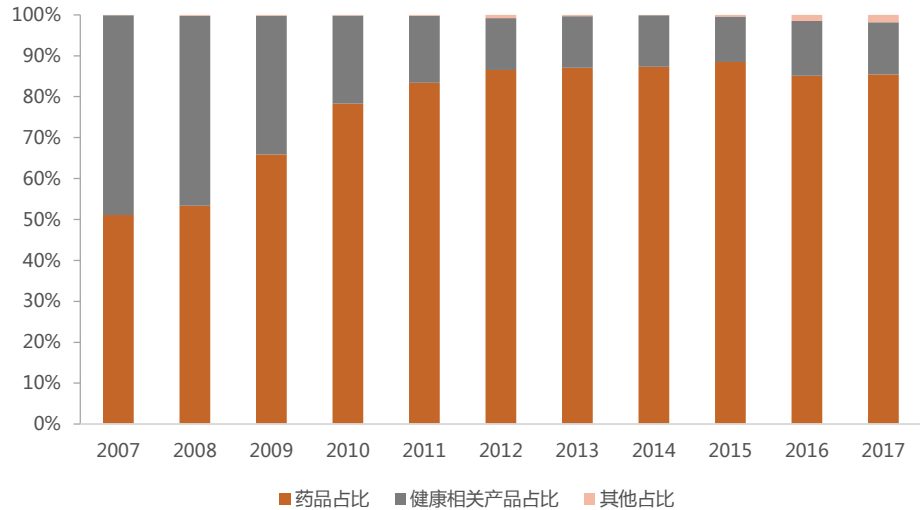


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.2. 主营业务药品占比提升明显，华东地区营收占比最高

公司主营业务按产品分为两块：药品和健康相关产品。2007 年，公司恢复运营时药品主要指铜鼓仁和所产的感冒药和吉安三力所产的皮肤用药，其营收占比约占 51%，江西仁和药业主营中西成药、中药材及饮片、保健品的批发零售营收占比约 49%。此后的公司发展中药品份额逐步上升，健康相关产品份额逐步下降。至 2017 年，药品营收占比达 85.46%，健康相关产品占比达 12.63%。

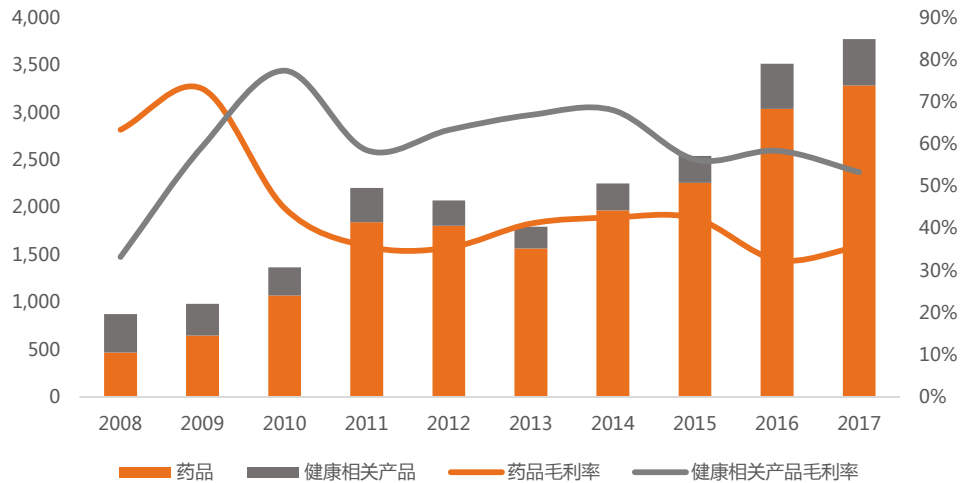
图 4：2007-2017 公司各产品营收占比



资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率方面，健康相关产品毛利率为 53.32%，药品毛利率为 35.63%。

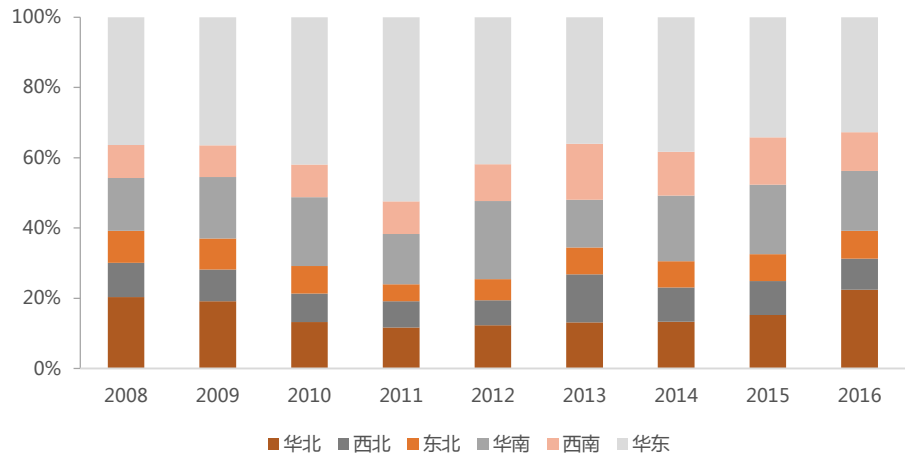
图 5：2008-2017 公司各产品营收（百万元）及各自毛利率（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司建立和巩固了遍布全国 30 个省市自治区的销售网络。其中华东地区营收占比最大，约占 1/3，其次为华北、华南地区。

图 6：2008-2017 公司营收各地区占比

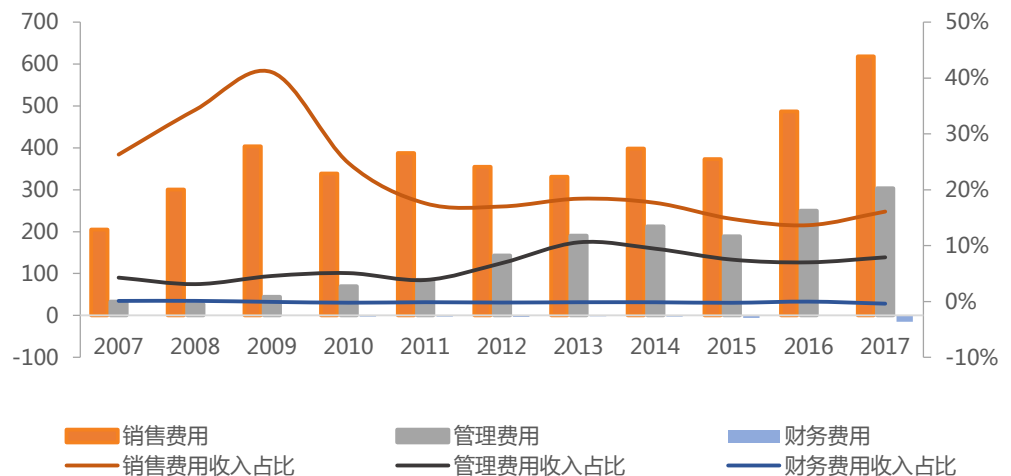


资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.3. 销售费用率和管理费用率趋于平稳，期间费用控制合理

2017 年公司销售费用为 6.19 亿元，同比增长 32.60%，销售费用率为 16.09%，同比增长 2.43pp。2017 年管理费用为 3.04 亿元，管理费用率为 7.91%，同比增长 0.90pp。销售费用率和管理费用率趋于平稳，财务费用率对公司净利润影响不大

图 7：2007-2017 销售、管理、财务费用（百万元）及各自占收入占比（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 主力产品形成品牌集群，具备良好的成长基础

公司主营产品分为 9 类，其主打仍是妇科产品“妇炎洁”系列、感冒止咳产品“仁和可立克”系列和“优卡丹系列”以及眼部护理产品“闪亮”系列，形成产品品牌集群。

表 1：公司主要产品

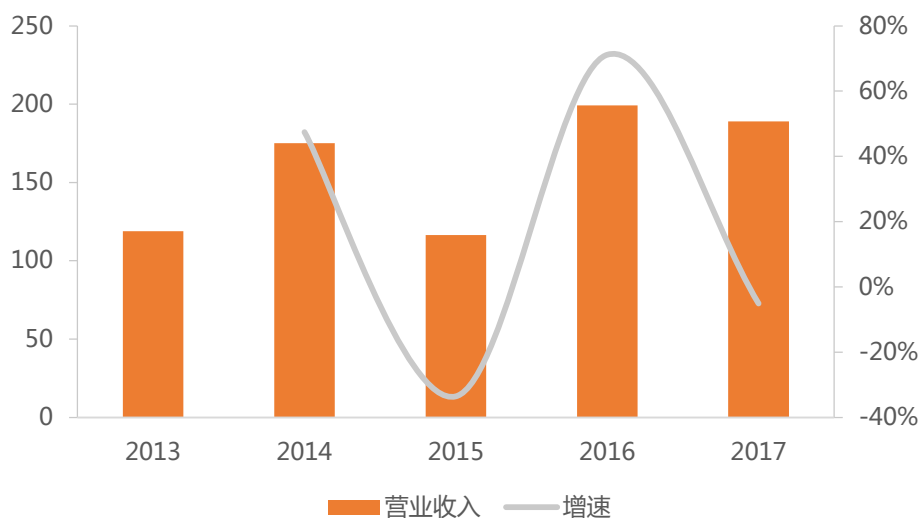
类别	主要产品	种数
妇科类	妇炎洁系列	41
感冒止咳类	仁和可立克系列、优卡丹系列、强力枇杷胶囊	29
眼部护理类	闪亮系列	13
心脑血管类	苯磺酸氨氯地平、大活络胶囊	4
抗菌消炎类	头孢氨苄、硫酸庆大霉素、阿莫西林	3
补益类	六味地黄丸、参鹿补片、益气养血口服液、肾宝胶囊	4
保健类	酵素益生菌等	3

日化类	儿童沐浴露、洗衣液等	23
其他类	消食贴、清火胶囊等	10

资料来源：公司官网，天风证券研究所

妇炎洁系列产品由子公司康美医药生产，定位实质为快消产品，随着市场的发展，妇炎洁现已由单纯洗液产品，延伸为涵盖内裤洗液、卫生湿巾、卫生巾、私密养护等多系列。妇炎洁洗液有效成分醋酸氯己定为广谱消毒剂，市场与之竞争者还有洁尔阴、复方苦参洗剂等。

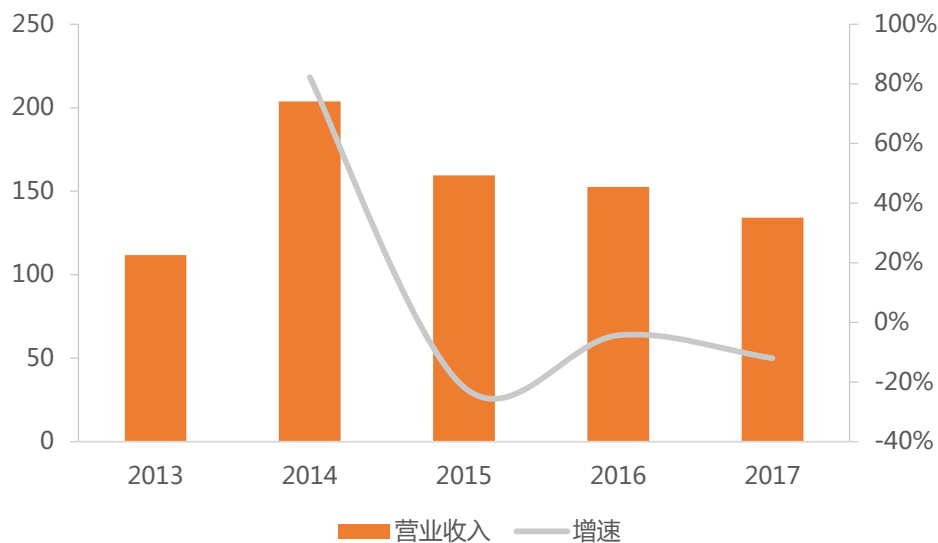
图 8：2013-2017 子公司康美医药营业收入（百万元）及增速（右轴）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

感冒止咳产品主要由江西铜鼓仁和生产，“仁和可立克”针对成人用户“优卡丹”主要针对儿童用户，其主要成分为氨酚烷胺、氨酚黄那敏、氨咖黄敏及复方中成药。感冒药 OTC 市场，同质化产品竞争激烈。

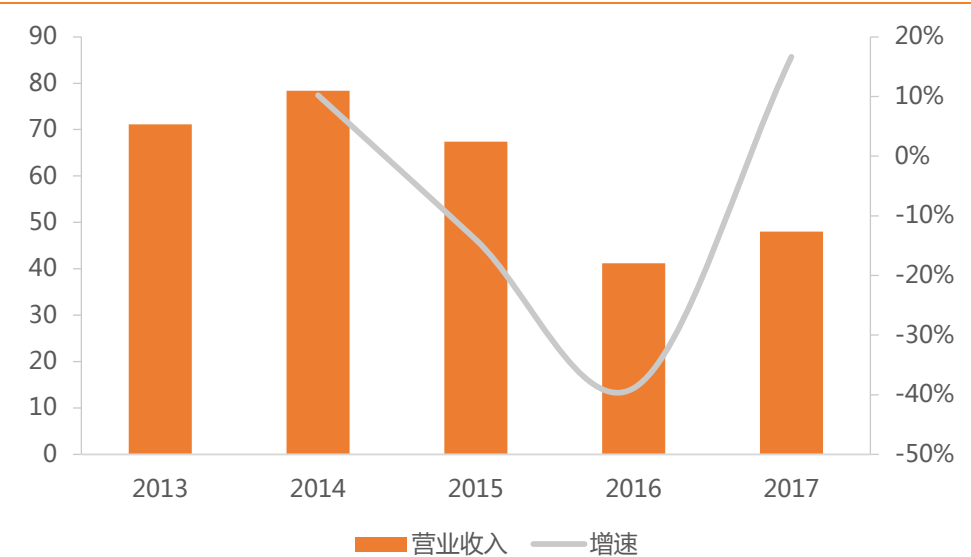
图 9：2013-2017 子公司江西铜鼓仁和营业收入（百万元）及增速（右轴）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

闪亮系列产品由闪亮制药生产，其主要包括系列滴眼液产品及衍生产品，滴眼液主要有效成分为盐酸羟甲唑啉、马来酸氯苯那敏、富马酸酮替芬、羟甲丙纤维素等。

图 10：2013-2017 子公司江西铜鼓仁和营业收入（百万元）及增速（右轴）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

目前公司注册中药、化药、保健食品等过千个产品批文，已有大容量注射剂、小容量注射剂、滴眼剂、原料药、硬胶囊剂、软胶囊剂、颗粒剂、片剂、洗剂、橡胶膏剂等 49 条药品生产线获得国家 GMP 认证证书，是全国通过 GMP 认证生产线最多的企业之一。

表 2：公司 GMP 认证剂型

企业名称	已通过新版 GMP 认证剂型	备注
江西药都樟树制药有限公司	丸剂（蜜丸、水蜜丸、浓缩丸、水丸、微丸）、硬胶囊剂、片剂、颗粒剂、酒剂、合剂、煎膏剂（膏滋剂）、口服溶液剂、糖浆剂（含中药前处理和提取）	露剂、散剂放弃 GMP 认证，不再生产相关产品
江西闪亮制药有限公司	滴眼剂（B 线）	胶囊剂、颗粒剂放弃 GMP 认证，相关产品已全部技术转让至江西药都仁和制药有限公司生产
江西铜鼓仁和制药有限公司	1、颗粒剂（A 线、B 线）、硬胶囊剂（A 线、B 线）（含中药前处理和提取） 2、糖浆剂、合剂（含口服液）（含中药前处理及提取）	
江西药都仁和制药有限公司	1、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂（固体制剂三车间）、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂（固体制剂四车间）、洗剂（含中药前处理和提取） 2、合剂、糖浆剂（含中药前处理和提取） 3、片剂 C 线、软胶囊剂、煎膏剂（含中药前处理和提取） 4、乳膏剂、栓剂	丸剂 GMP 证书有效期至 2015.12.31，暂不认证，相关产品已申报药品技术转让
江西制药有限责任公司	大容量注射剂、小容量注射剂（非最终灭菌）、小容量注射剂、片剂、硬胶囊剂、原料药（硫酸小诺霉素、硫酸庆大霉素、单硫酸卡那霉素、马来酸伊索拉定）	冻干粉针剂暂不认证，无相关产品上市。
江西吉安三力制药有限公司	栓剂、软膏剂（激素类）、凝胶剂（激素类）、乳膏剂（含激素类）、橡胶膏剂（含激素类）	
通化中盛药业有限公司	1、片剂、硬胶囊剂、散剂、颗粒剂、丸剂（水丸、水蜜丸、蜜丸）（含中药前处理及提取 1 车间、提取 2 车间）、原料药（槐定碱） 2、小容量注射剂（含抗肿瘤药）	

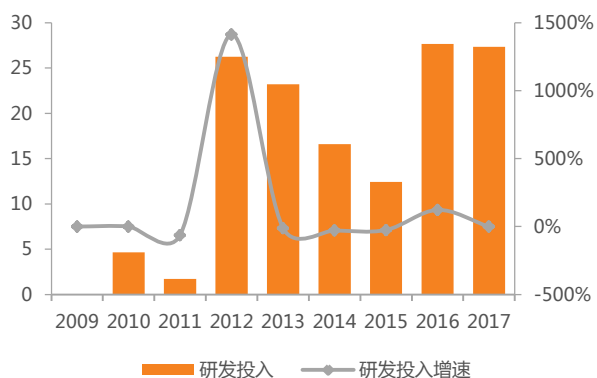
资料来源：Wind，天风证券研究所



## 4. 加大研发力度，积极开展一致性评价

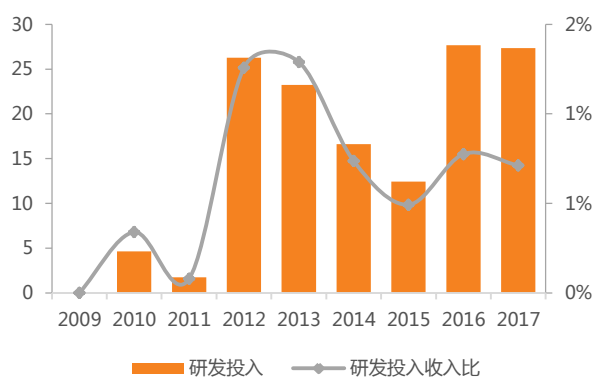
公司下属江西药都仁和制药有限公司、江西闪亮制药有限公司、江西药都樟树制药有限公司、江西制药有限责任公司、江西铜鼓仁和制药有限公司、仁和药房网（北京）医药科技有限公司等六家子公司被认定为“高新技术企业”。公司研发人员 233 人，占公司总人数 3.35%，近两年研发投入保持在 2700 万元左右，占公司营收 0.7%。

图 11：2009-2017 研发投入（百万元）及增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2009-2017 研发投入（百万元）及收入占比（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

2017 年，开展技术攻关类项目 156 个，完成 28 个新品上市；已启动化药仿制药一致性评价品种 6 个，多个新产品立项工作正在进行。

表 3：主要在研项目

项目名称	注册类别	适应症(功能主治)	注册所处的阶段	进展情况
盐酸维拉帕米缓释片	化药 6 类	原发性高血压	已获临床批件	临床研究准备工作（暂缓进行临床研究，待国家确定参比制剂）
比沙可啶肠溶片	化药 6 类	本品用于急慢性便秘和习惯性便秘	临床前	工艺、质量研究（暂缓研究，待国家确定参比制剂）
熊胆川贝枇杷膏	中药 6 类	呼吸系统用药：润肺止咳，用于外感风热引起的咳嗽痰多、胸闷气喘；利咽化痰，用于咽喉肿痛、急性咽炎等见风热证候者	报产前	（因临床不良反应较多，项目暂停）
格列吡嗪缓释胶囊	化药 6 类	轻中度糖尿病	已获临床批件	临床研究准备工作（暂缓进行临床研究，待国家确定参比制剂）
氢溴酸右美沙芬缓释片	化药 6 类	呼吸系统用药：用于干咳，包括上呼吸道感染、支气管炎等引起的咳嗽	已获临床批件	生物等效性试验准备（暂缓进行临床研究，待国家确定参比制剂）
天香丹胶囊	中药 6 类	心血管：冠心病、心绞痛 主要用于治疗心气虚损、心脉瘀阻所致的胸痹心痛	已获临床批件	临床研究准备工作（暂缓临床研究，重新评估）
玻璃酸钠滴眼液	化药 6 类	干眼症	临床前	工艺、质量研究（暂缓研究、待国家确定参比制剂）
盐酸左氧氟沙星滴眼液	化药 6 类	抗生素	临床前	工艺、质量研究（暂缓研究、待国家确定参比制剂）
阿齐沙坦原料药	化药 3.1 类	高血压症	已获临床批件	中试
阿齐沙坦片	化药 3.1 类	高血压症	已获临床批件	中试
甲硫酸新斯的明原料药	化药 6 类	抗胆碱酯酶药	在审评	
咪唑斯汀	化药 6 类	抗组胺	预试	工艺、质量研究（暂缓研究，待



				国家确定参比制剂)
比沙可啶	化药 6 类	胃肠道(急、慢性便秘)	临床前	整理申报资料(暂缓研究,待国家确定参比制剂)
硫酸依替米星注射液	化药 6 类	抗菌、抗感染	临床前	整理申报资料(暂缓研究,待国家确定参比制剂)
苯磺酸氨氯地平片一致性评价	化药 6 类	1、高血压病。可单独使用本品治疗也可与其它抗高血压药物合用。 2、慢性稳定性心绞痛及变异型心绞痛。可单独使用本品治疗也可与其它抗心绞痛药物合用。	已完成临床前药理学研究	
格列齐特缓释片一致性评价	化药 6 类	当单用饮食疗法、运动治疗和减轻体重不足以控制血糖水平的成人 2 型糖尿病。	正在进行临床前药理学研究	
枸橼酸西地那非片	化药 4 类	适用于治疗勃起功能障碍	预试	工艺、质量研究
恩替卡韦片	化药 4 类	适用于病毒复制活跃,血清转氨酶 ALT 持续升高或肝脏组织学显示有活动性病变的慢性成人乙型肝炎的治疗	预试	三批工艺验证

资料来源:公司年报,天风证券研究所

## 5. 估值与评级

核心假设一:药品板块 2018-2020 年营收增速分别为 32%、25%和 22%,考虑到小幅提价因素,假设 2017-2019 年毛利率分别为 36%、37%和 38%;

核心假设二:健康相关产品 2018-2020 年营收增速分别为 25%、20%和 20%,考虑到小幅提价因素,假设 2017-2019 年毛利率分别为 54%、55%和 56%;

核心假设三:销售费用率、管理费用率和财务费用率 2018-2020 年基本没有变化

表 4: 公司业绩拆分与预测

单位(万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
药品	225,763	303,736	328,479	433,592	541,990	661,227
YOY		34.54%	8.15%	32.00%	25.00%	22.00%
毛利率	42.36%	32.49%	35.63%	36.00%	37.00%	38.00%
健康相关产品	25,642	47,618	48,917	61,147	73,376	88,051
YOY		85.70%	2.73%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	62.48%	58.39%	53.32%	54.00%	55.00%	56.00%

资料来源:Wind,天风证券研究所

公司战略清晰,坚持“直供终端品牌化、销售渠道多元化”的终端和渠道发展大方向。商业系统上公司销售网络遍布 30 个省市自治区,对于“互联网+”的探索与自身丰富的线下终端布局相联动,并通过 OEM 业务以及高效供应链体系打破自身发展瓶颈。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.40、0.51 和 0.62 元,目前中药板块平均估值 29 倍,从同行业公司可比估值来看,华润三九估值较低主因业绩增速平缓,2018 年预计净利润增速 15% (wind 一致预期)。我们认为仁和药业 2018 年业绩增速超过 25%,因此给与 2018 年 18 倍 PE,目标价 7.20 元,首次覆盖给与“买入”评级。

表 5：同行业公司可比 PE

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	预测 PE（2018）	预测 PE（2019）	预测 EPS（2018）	预测 EPS（2019）
000661.SZ	济川药业	50.89	26.51	21.38	1.92	2.38
300009.SZ	华润三九	25.29	14.51	12.97	1.74	1.95
603707.SH	康恩贝	6.77	19.91	16.12	0.34	0.42
002675.SZ	羚锐制药	9.39	18.78	14.45	0.50	0.65
300255.SZ	葵花药业	22.21	24.41	19.48	0.91	1.14

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：收盘价为 2018 年 4 月 26 日，EPS 均为 wind 一致预期

## 6. 风险提示

1.品牌产品的市场推广不及预期；2.各领域产品竞争加剧；3.期间费用率过高影响净利润水平。’

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,043.10	1,351.51	1,178.46	2,648.22	2,321.67
应收账款	278.09	333.28	474.20	161.04	610.88
预付账款	50.59	62.86	94.30	85.20	135.72
存货	456.99	455.90	803.94	653.08	1,175.05
其他	175.80	180.74	543.59	183.41	682.95
<b>流动资产合计</b>	<b>2,004.57</b>	<b>2,384.30</b>	<b>3,094.48</b>	<b>3,730.96</b>	<b>4,926.28</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	670.13	668.14	661.84	673.63	683.26
在建工程	51.48	11.60	42.96	73.77	74.26
无形资产	681.97	663.39	638.71	614.04	589.37
其他	456.74	439.97	511.29	458.54	467.54
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,860.32</b>	<b>1,783.09</b>	<b>1,854.81</b>	<b>1,819.98</b>	<b>1,814.43</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,864.90</b>	<b>4,167.39</b>	<b>4,949.28</b>	<b>5,550.94</b>	<b>6,740.71</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	423.09	437.38	701.23	638.37	1,002.37
其他	223.04	245.63	253.24	288.45	298.09
<b>流动负债合计</b>	<b>646.12</b>	<b>683.01</b>	<b>954.48</b>	<b>926.82</b>	<b>1,300.47</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.29	11.94	14.47	13.57	13.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>14.29</b>	<b>11.94</b>	<b>14.47</b>	<b>13.57</b>	<b>13.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>660.41</b>	<b>694.95</b>	<b>968.95</b>	<b>940.39</b>	<b>1,313.80</b>
少数股东权益	452.63	463.90	531.21	625.95	740.25
股本	1,238.34	1,238.34	1,238.34	1,238.34	1,238.34
资本公积	294.46	294.76	294.76	294.76	294.76
留存收益	1,513.51	1,770.21	2,210.78	2,746.26	3,448.33
其他	(294.46)	(294.76)	(294.76)	(294.76)	(294.76)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,204.48</b>	<b>3,472.44</b>	<b>3,980.33</b>	<b>4,610.54</b>	<b>5,426.91</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,864.90</b>	<b>4,167.39</b>	<b>4,949.28</b>	<b>5,550.94</b>	<b>6,740.71</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	430.79	441.15	495.49	628.35	768.31
折旧摊销	82.63	91.50	59.61	62.07	64.55
财务费用	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	(25.93)	(18.57)	(22.35)	(22.35)	(22.35)
营运资金变动	242.94	(23.10)	(681.55)	857.75	(1,157.32)
其它	(208.40)	6.88	69.87	96.60	117.05
<b>经营活动现金流</b>	<b>522.08</b>	<b>497.86</b>	<b>(78.92)</b>	<b>1,622.42</b>	<b>(229.76)</b>
资本支出	768.80	11.27	57.47	80.91	50.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,042.44)	(63.07)	(93.13)	(139.08)	(78.20)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(273.63)</b>	<b>(51.79)</b>	<b>(35.67)</b>	<b>(58.18)</b>	<b>(27.96)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(8.87)	15.18	0.00	0.00	0.00
其他	(4.28)	(152.83)	(58.47)	(94.47)	(68.84)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(13.15)</b>	<b>(137.65)</b>	<b>(58.47)</b>	<b>(94.47)</b>	<b>(68.84)</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>235.30</b>	<b>308.41</b>	<b>(173.06)</b>	<b>1,469.77</b>	<b>(326.55)</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>3,567.08</b>	<b>3,843.77</b>	<b>5,017.20</b>	<b>6,223.47</b>	<b>7,562.60</b>
营业成本	2,261.05	2,347.21	3,060.58	3,749.05	4,491.35
营业税金及附加	32.83	40.31	49.76	61.42	76.32
营业费用	487.19	618.60	792.72	995.76	1,225.14
管理费用	250.02	303.90	401.38	497.88	642.82
财务费用	(0.67)	(14.87)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	12.77	2.80	6.54	7.37	5.57
公允价值变动收益	0.41	(0.22)	(0.99)	0.26	0.15
投资净收益	25.93	18.57	22.35	22.35	22.35
其他	(52.68)	(42.38)	(42.72)	(45.23)	(45.01)
<b>营业利润</b>	<b>550.22</b>	<b>569.84</b>	<b>727.58</b>	<b>934.61</b>	<b>1,143.90</b>
营业外收入	9.90	2.43	8.64	6.99	6.02
营业外支出	1.26	1.65	1.49	1.47	1.54
<b>利润总额</b>	<b>558.86</b>	<b>570.61</b>	<b>734.73</b>	<b>940.13</b>	<b>1,148.38</b>
所得税	128.07	129.46	168.38	215.45	263.17
<b>净利润</b>	<b>430.79</b>	<b>441.15</b>	<b>566.36</b>	<b>724.69</b>	<b>885.21</b>
少数股东损益	58.41	60.92	70.86	96.34	116.90
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>372.38</b>	<b>380.23</b>	<b>495.49</b>	<b>628.35</b>	<b>768.31</b>
每股收益(元)	0.30	0.31	0.40	0.51	0.62

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	41.34%	7.76%	30.53%	24.04%	21.52%
营业利润	-1.78%	3.57%	27.68%	28.45%	22.39%
归属于母公司净利润	-4.84%	2.11%	30.32%	26.81%	22.28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.61%	38.93%	39.00%	39.76%	40.61%
净利率	10.44%	9.89%	9.88%	10.10%	10.16%
ROE	13.53%	12.64%	14.37%	15.77%	16.39%
ROIC	27.48%	20.11%	26.82%	26.67%	46.06%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	17.09%	16.68%	19.58%	16.94%	19.49%
净负债率	-7.88%	-11.02%	-16.50%	-4.54%	-31.47%
流动比率	3.10	3.49	3.24	4.03	3.79
速动比率	2.40	2.82	2.40	3.32	2.88
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.08	12.57	12.43	19.59	19.59
存货周转率	8.64	8.42	7.96	8.54	8.27
总资产周转率	1.02	0.96	1.10	1.19	1.23
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.30	0.31	0.40	0.51	0.62
每股经营现金流	0.42	0.40	-0.06	1.31	-0.19
每股净资产	2.22	2.43	2.79	3.22	3.78
<b>估值比率</b>					
市盈率	17.53	17.16	13.17	10.39	8.49
市净率	2.37	2.17	1.89	1.64	1.39
EV/EBITDA	12.88	8.69	7.34	4.47	4.04
EV/EBIT	14.76	10.07	7.94	4.77	4.27

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 37 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com