证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

华润三九(000999)

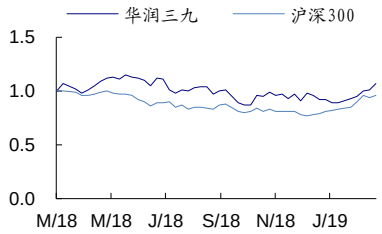
买入

2018 年年报点评

（维持评级）

2019 年 03 月 21 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	979/978
总市值/流通(百万元)	28,094/28,080
上证综指/深圳成指	3,091/9,801
12 个月最高/最低(元)	29.99/21.01

相关研究报告:

《华润三九-000999-重大事件快评：三季度高销售费用影响利润，整体增长符合预期》 ——2017-10-30

《华润三九-000999-2016 年中报点评：Q2 提速，内生+外延保障持续成长能力》 ——2016-08-15

《华润三九-000999-重大事件快评：拟收购圣火药业、产品线得到重要补充、维持买入评级》——2016-07-28

《华润三九-000999-2013 年 3 季报点评：保持效益型稳健增长》 ——2013-10-29

《华润三九-000999-2013 年半年报点评：二季度环比明显提升》 ——2013-08-26

证券分析师：谢长雁
电话： 0755-82133263
E-MAIL： xiecy@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

中药瑰宝，长长久久

- **2018 年业绩符合预期，增速稳中有升**

2018 全年营收 134.28 亿元（+20.75%），归母净利润 14.32 亿元（+26.4%），扣非归母净利润 38.03 亿元（+22.6%）。其中四季度单季营收 49.59 亿元（+31.6%），归母净利润 11.54 亿元（+29.8%），扣非归母净利润 10.24 亿元（+32.0%），收入和扣非归母净利润增速逐季提升。表观业绩略超预期，剔除四季度资产减值 500 万及 2017、2018 两年的企业年金合计 4000 万，符合预期。

- **2019Q1 出售医院带来投资收益，继续聚焦主业**

公司 2019Q1 业绩预告三九医院出售可望获得 6.8 亿扣税后收益，剔除这一影响，预计 Q1 净利润范围为 3.5~5.0 亿（-10~+18%）。由于 2018Q1 流感疫情推动效益上升，2019Q1 虽同样有流感但严重程度较低，预计 Q1 扣非后在 5~10%左右成长。

- **中药注射剂占比降低，配方颗粒预计维持高增长**

营收拆分来看，中药注射剂营收占比低于 8%，利润占比估计小于 10%。配方颗粒业务估计在 15 亿左右，对应净利润贡献略大于 10%。配方颗粒仍将维持较高增长。抗感染类药物虽然众益阿奇霉素基药放量不达预期，但通过多品种协同等方式同样实现业绩承诺。易善复、血塞通软胶囊等品种有望继续形成增量。OTC 端大健康产品估计成长较快，规模估计在 4 亿左右。

- **风险提示：商誉出现减值；销售费用增速居高不下。**
- **投资建议：OTC 具稳健性，维持 “买入”评级。**

公司大输液部分营收与利润占比已经不高（小于 10%），考虑到增量品种继续稳健放量，OTC 端有望整体保持高于行业增速。通过分部估值我们认为一年期(2020 年业绩前瞻估计)公司合理市值在 312~409 亿(对应股价 31.89~41.80 元)，对应 30%向上空间，预计 2019~2020 年公司净利润为 22.30/17.01/18.99 亿，对应当前 PE 为 12.8/16.8/15.1x，继续维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,120	13,428	15,047	16,777	18,623
(+/-%)	23.8%	20.8%	12.1%	11.5%	11.0%
净利润(百万元)	1302	1432	2230	1701	1899
(+/-%)	8.7%	10.0%	55.7%	-23.7%	11.6%
摊薄每股收益(元)	1.33	1.46	2.28	1.74	1.94
EBIT Margin	12.1%	14.0%	12.3%	11.3%	11.3%
净资产收益率(ROE)	13.2%	13.2%	18.0%	12.5%	12.7%
市盈率(PE)	22.0	20.0	12.8	16.8	15.1
EV/EBITDA	20.8	15.9	15.9	15.8	14.7
市净率(PB)	2.91	2.64	2.31	2.11	1.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

持续外延导入销售平台，集团内中药+OTC 龙头

历史回顾：公司在 2008 年华润入主以来，持续通过外延并购拓展管线。公司的业务大体可拆分为各占一半的处方药与自我诊疗板块。这两大板块可以说都是通过不断的外延并购构建起来的。公司本身研发费用投入相对不高，外延并购的经费实质上部分等效于研发投入金额。由于产品线布局已经相对完善，未来我们预期由于品牌和规模效益，略高于处方药和 OTC 药品行业的内生增速的增速发展，同时仍然有一定的外延品种导入的可能。

表 1：华润三九历史大事记

时间	事件	收购情况	效果
2000 年	深交所挂牌上市		募集资金 16.66 亿，用于现有产品的技术改造,收购制药、医药商业企业以及投资建设医院等
2008 年	华润集团收购三九		华润取得三九医药 63.60%股权，改善公司资产结构，节省财务费用，降低资产负债率
2009 年	收购华润金蟾，切入肿瘤中药注射剂和口服领域	无公开业绩承诺,62%股权耗资 1.1 亿，之后分两次冲减 1600 万资本公积金收购少数股权，最终持股 99.45%	华蟾素注射液是 09 版医保目录中仅有的 2 个中药抗肿瘤甲类品种，当年销售额达 1 亿元，依靠华润三九强大的营销优势销量增长较快
2012 年	收购广东顺峰，完善皮肤板块真菌用药细分领域	6 亿元收购 100%股权。预计营收逐渐达到 3.5 亿，当时净利润约 0.4 亿。	获得产品“顺峰康王”系列，2017 年转为处方药管理。皮肤用药板块 2015 年收入约 7 亿元。
2013 年	收购桂林天和，切入骨科领域。 收购临清华威，获得胃肠、补益类品种。	5.83 亿收购桂林天和 97.18%股权，当时净利润约 0.44 亿；8074 万收购临清华威 100%股权，当时净利润约 700 万	核心品种骨通贴膏 2011 年销售收入为 1.92 亿元，骨科估计 2018 年贡献收入可达 7 亿元。
2015 年	收购浙江众益，完善了抗感染用药产品线。	13 亿收购浙江众益 100%股权，当时净利润 4700 万；有业绩承诺要求	阿奇霉素基药放量不达预期，但通过其他措施，净利润复合预期。
2016 年	收购昆明圣火，获得血塞通软胶囊，完善心脑血管领域布局。 收购山东圣海，获得众多大健康保健品文号。	18.9 亿收购昆明圣火 100%股权，当时净利润 9753 万；有业绩承诺要求	圣火血塞通 OTC2018 年渠道占比 30%，发挥了协同作用。
2017 年	与赛诺菲合资 OTC 子公司（70%股权），导入儿科、妇科产品，代理易善复。未来拟导入更多产品。	3.79 亿收购山东圣海 65%的股权，当时净利润为 4787 万；有业绩承诺要求	快速进入主流保健品市场，并凭借华润三九的销售渠道和终端覆盖推动圣海保健品的线下销售。

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2：华润三九资产负债表变化情况

资产类别	金额（亿）		占比	
	上市后	2009 年底至今	上市后:	2009 年底至今
总资产变化与累计分红合计	174.71	148.83	100%	100%
总资产变化	144.50	123.99	83%	83%
累计现金分红	30.20	24.84	17%	17%
资产来源:				
累计净利润	122.39	103.26	70%	69%
带息债务变化	3.88	6.79	2%	5%
上下游占款	6.18	2.18	4%	1%
累计股权融资	16.66	0.00	10%	0%
其他应付款	35.38	33.17	20%	22%
其他	-9.79	3.43	-6%	2%
资产投向				
对外投资	34.98	35.60	20%	24%
现金	13.62	12.57	8%	8%
经营资产	126.10	100.66	72%	68%
固定资产+在建工程	35.26	21.74	20%	15%
应收款	41.01	29.44	23%	20%
存货	12.31	11.15	7%	7%
无形资产	18.08	7.06	10%	5%
其他经营资产	37.52	38.33	21%	26%
金融资产	0.00	0.00	0%	0%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司业绩扎实，资产主要来源于净利润，投向经营资产。透过一个较长时间的

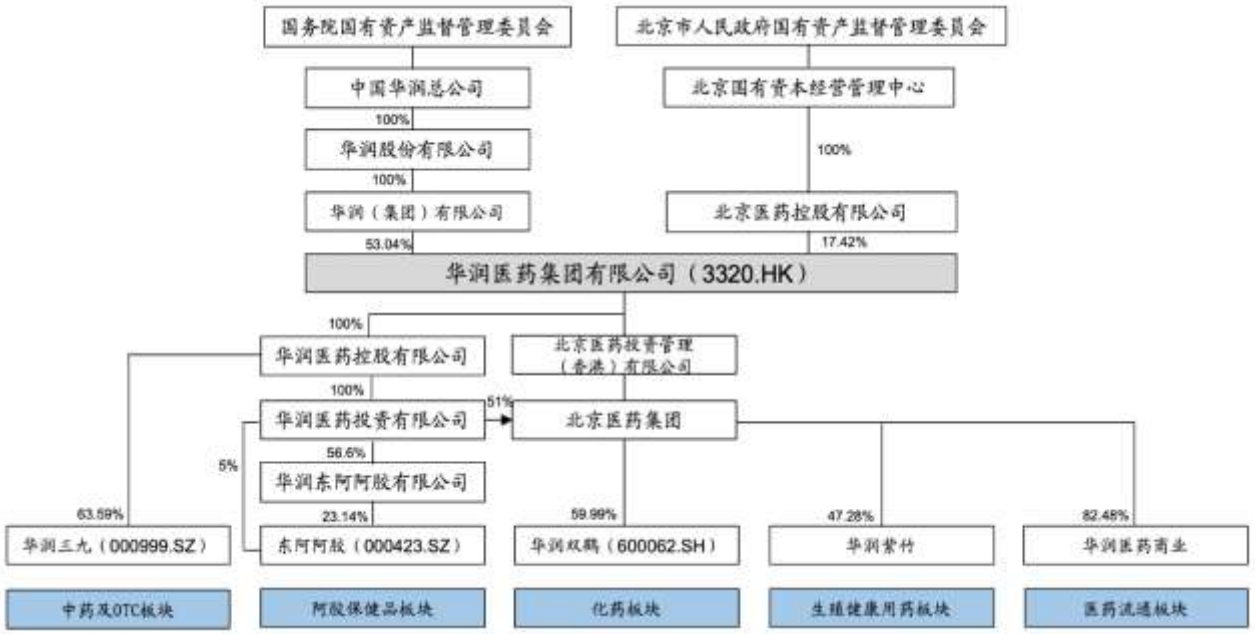
公司资产负债表分析，我们可以看出公司的经营风格。华润三九 2009 年底以来，总资产增加与现金分红合计约 149 亿，其中 103 亿都是来自于净利润的增加，没有股权融资。需要注意的是 33 亿的其他应付款实际上包括约 20 亿销售推广应付款和 5 亿保证金，本质类似于下游占款，还有 5 亿关联方借款实质应当算带息债务(利率远低于市场水平)。总的来说公司资产成长的内生属性很强。另外从资产投放的角度来看，主体投入是经营性资产，大体与正常经营占比提升匹配。另外 35 亿的对外投资主要来源于浙江众益和昆明圣火收购过程中形成的商誉。浙江众益当前处于华润九新旗下，九新作为公司的抗感染平台成长迅速。昆明圣火的血塞通软胶囊有效补充了心血管管线。由于血塞通成本端主要参考三七的价格，而三七价格当前价格低于 2017 年，且趋势向下，预计净利润增速有望改善。

表 3: 商誉风险整体可控

收购标的	商誉金额（亿）	年份	业绩承诺
圣火药业	14.11	2016	2016 年净利润不低于 1 亿，2017 年净利润不低于 1.2 亿
浙江众益	10.23	2015	2015 年净利润应不低于人民币 6700 万元
华润顺峰	3.08	2012	无公开业绩承诺
华润天和	2.74	2013	无公开业绩承诺
山东圣海	2.54	2017	2017、2018 和 2019 年利润分别不低于 5,800 万、7,500 万和 9,500 万
三九金复康	1.54	2017	无公开业绩承诺
华润三九(南昌)	0.12	-	无公开业绩承诺
华润和善堂	0.86	2014	无公开业绩承诺
杭州老桐君	0.4	2014	无公开业绩承诺
合计	35.62		

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 1: 华润医药集团股权及公司架构图



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

市场担心的商誉风险预计可控。公司的商誉主体构成为圣火药业和浙江众益。圣火的血塞通软胶囊未来预期是 10 亿级别的大品种(OTC 领域 10 亿品种非常罕见)，从现有的经营情况来看风险较低。浙江众益在华润九新旗下，华润九新

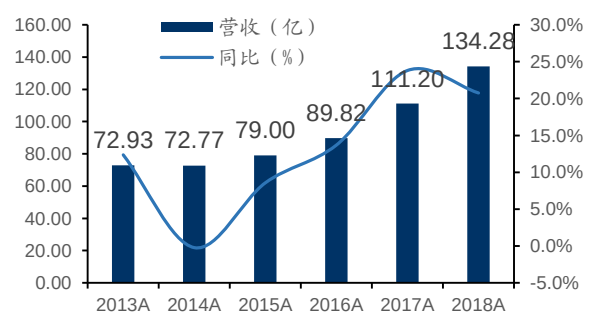
作为唯一持续披露子公司业绩的核心利润公司，净利润贡献在经营性利润中占比 25%左右，预计浙江众益虽然由于阿奇霉素基药放量略低预期，但整体仍能完成业绩承诺。

公司在华润医疗大板块中居于 OTC 龙头定位。华润作为中国优质央企龙头，旗下产业丰富。其医药板块整体于香港上市，华润三九主要是集团内中药（注射剂、口服中药、中药配方颗粒）和 OTC 板块（感冒、儿科、胃肠、皮肤、骨科、大健康）。集团内东阿阿胶虽然也属于传统中药，但精耕细作阿胶保健品业务。另外华润医药今年增资江中药业控股股东江中集团，获得其 51%股份，并拟于二级市场要约收购剩余流通股权。由于本次收购不意图改变江中药业的上市状态，预计未来华润医药将同时拥有江中药业和华润医药两个和 OTC 领域相关的上市公司。**考虑到江中药业发展食品等业务，与华润三九业务重合度不高，估计短期内不存在需要解决同业竞争的必要性。**华润三九仍将处于华润医药体系中的中药+OTC 双重龙头定位。

经营指标：保持稳健，逐渐进入现金牛模式

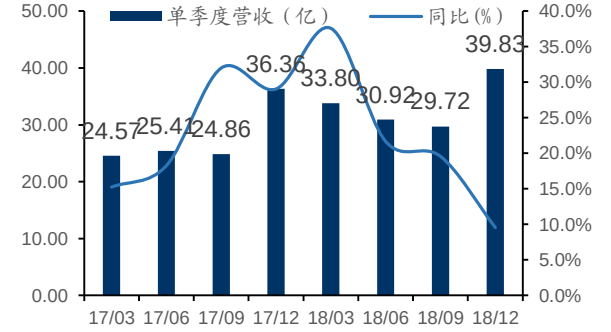
全年收入稳中有升，业绩较快增长。2018 年全年营收 134.28 亿元（+20.75%），归母净利润 14.32 亿元（+10.02%），扣非归母净利润 12.54 亿元（+11.53%）。营收增速大于利润增速主要是抗感染药物低开转高开影响，实际业绩成长保持稳健。2018 年 OTC 行业增速有所下滑，且全年没有外延增厚影响，实际业绩成长复合预期。

图 2：华润三九营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：华润三九单季营业收入及增速（单位：亿元、%）

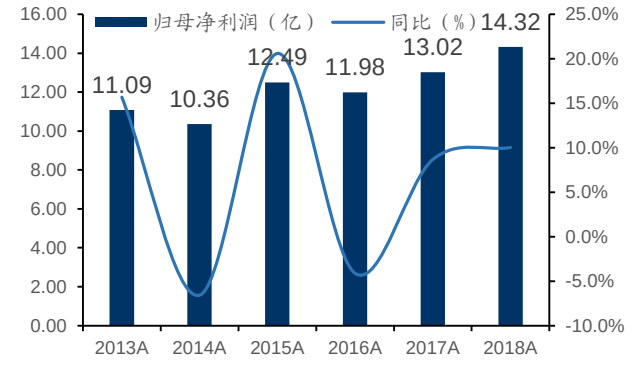


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

四季度营收复合预期但净利润低于预期，主要受年金提取影响。四季度单季度营收 39.83 亿元（+9.55%），单季度归母净利润 3.20 亿元（-6.70%），单季度扣非归母净利润 2.32 亿元（+3.90%）。四季度单季度营收往往较高，同比保持 10%%正常增长，主要可能受中药注射剂继续承压影响。利润端 3.2 亿低于预期主要受 4000 万年金影响（还有 500 万商誉减值影响），若剔除这两个因素，实际增长 6.4%基本符合预期。

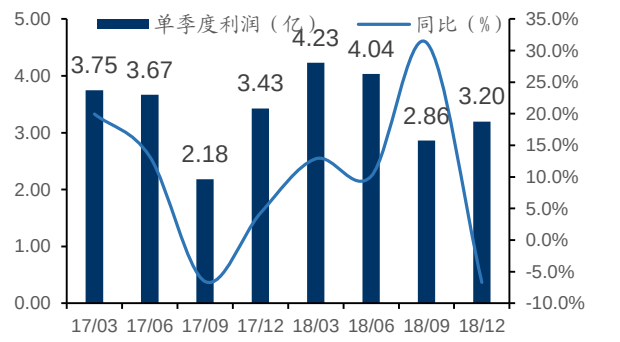
处方药转高开导致毛利率与销售费用提升。公司过去数年处方药（18 年主要是抗感染用药）低开转高开导致毛利率与销售费用率同步提升，且由于营收分子加大导致净利润率略有下调，实际上这与经营层面关系不大。另外需要注意的是，公司资产负债表流动负债中的其他应付款，其中有一项市场推广费，过去 5 年来迅速增加。2016~2018 年新增金额分别为：0.8、7.7 亿、4.0 亿，这可能与转高开相关。

图 4：华润三九归母净利润及增速（单位：亿元、%）



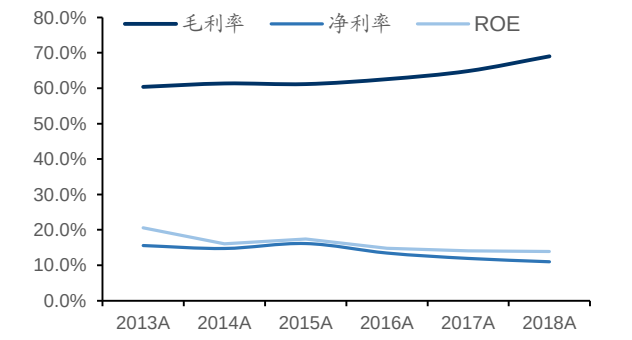
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：华润三九单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



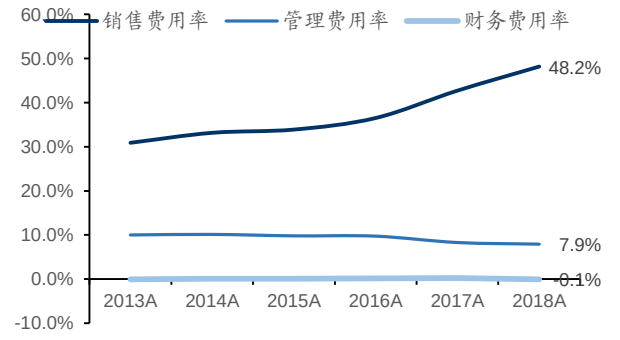
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：华润三九毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

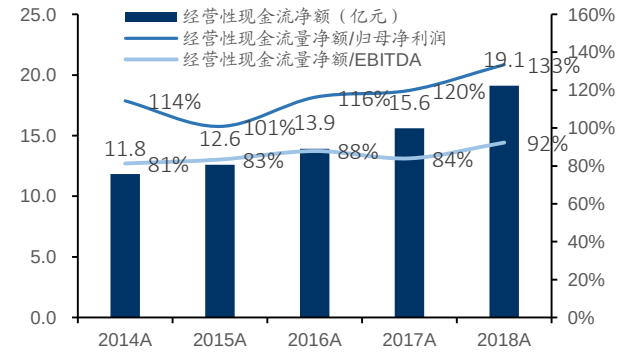
图 7：华润三九三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

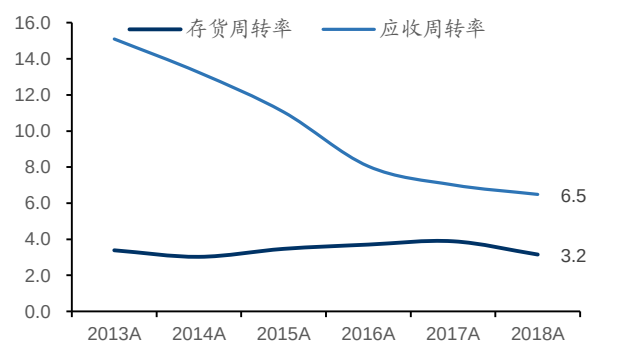
经营性现金流保持同步增长，存货周转率有所下行。公司现金流质量一直较好，经营性现金流净额与 EBITDA 始终保持基本匹配。理论上经营性现金流净额应当等于净利润+折旧摊销，考虑到公司实际所得税率在 12~15%之间，财务费用基本为零，匹配程度非常好，2018 年比率还有所提升。虽然应收周转率因为处方药财务模式变动持续下降，但是实际上终端库存大致仍为 2-3 个月，保持了较为稳健的状态。这也可以从存货周转率大体稳健看出来，公司实际动销仍然健康。

图 8：华润三九经营性现金流情况



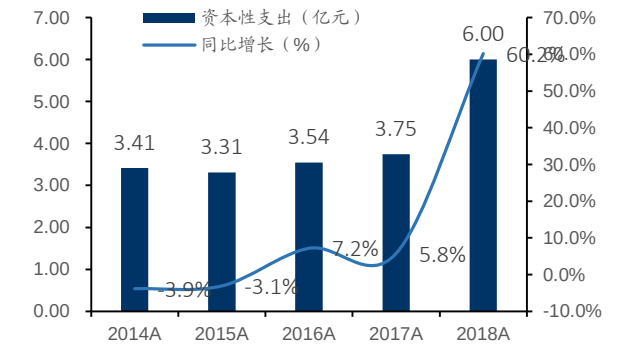
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：华润三九主要流动资产周转情况



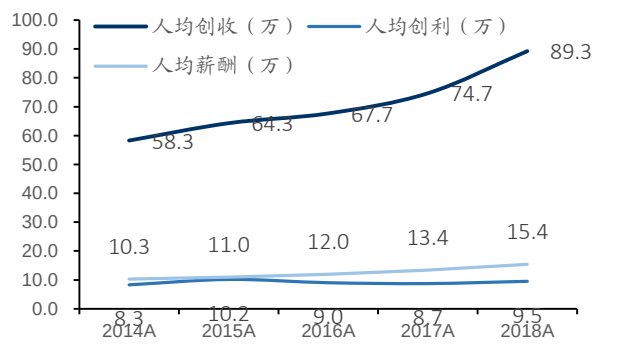
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：华润三九资本开支情况



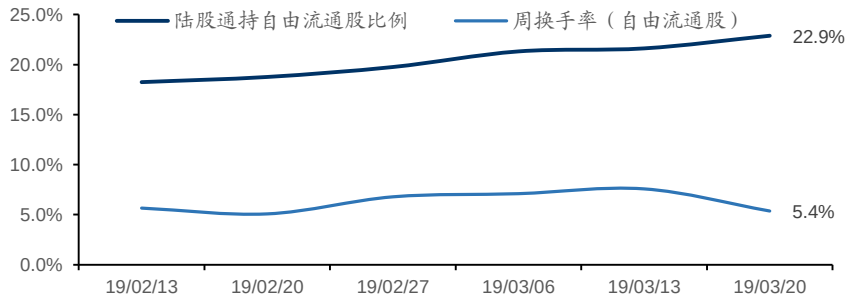
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：华润三九人效情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：华润三九陆股通持股比例及周换手率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

营收拆分：中药注射剂承压，但配方颗粒、大健康等增量足以对冲

公司处方药板块其余子板块成长可以对冲中药注射剂下滑风险。公司处方药主要是抗感染用药（超过 20 亿）、中药配方颗粒（饮片逻辑，15 亿左右）、口服药物（10 亿左右）、中药注射剂（不到 9 亿）。抗感染用药是在并购众益后快速成长起来的，当前已经处于内生成长为主阶段。中药配方颗粒同样是内生成长驱动，估计将保持 15%~20%高增长。口服药物包括肿瘤（华蟾素片等，通过并购华润金蟾获得）、心血管（血塞通软胶囊等，通过并购昆明圣火获得）、易善复（代理赛诺菲获得）等等，品类已经相对丰富。中药注射剂整体处于承压状况，2018 年销售额虽可能仍有增长，但实际与低开转高开有关，量应该是下滑的。未来我们预期可能仍将承压。

公司 OTC 板块预期整体稳健，血塞通软胶囊、大健康等形成增量。公司 OTC 分部已经在多个细分领域建立了较强的品牌优势，往往被作为药店引流品种。主要包括感冒、胃肠、儿科、皮肤、骨科等领域。血塞通软胶囊估计已经有 30%左右在 OTC 渠道销售，协同作用明显。大健康领域山东圣海为代表的品种有望继续在三九体系内快速放量，预计圣海与其余大健康产业贡献 4 亿左右营收。

表 4: 华润三九 2018 年营收拆分估计

营收拆分	金额（亿）	备注
医药	128.6	
处方药	62.0	
中药注射剂	8.3	利润占比略高于营收占比。
配方颗粒	15.3	预计维持 20%左右行业增长。净利润率有改善空间
口服药物	12.5	血塞通估计 70%在处方药端。
抗感染	25.4	华润九新为代表。
自我诊疗	66.7	
感冒	27.0	2018 年、2019 年均有疫情
胃肠	6.5	
皮肤	6.8	
儿科	7.5	
骨科	3.0	天和导入后加强
大健康	4.0	
其他	11.0	血塞通估计 30%在自我诊疗 OTC 端
其他业务	55.7	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所估计

估值与投资建议：分部估值上限在 370 亿左右，建议“买入”

估值模型：分部估值合理估值上限在 370 亿左右。由于公司业务线庞杂，各个生产基地可能有多个细分相关领域，且工业公司还有与自身商业公司的关联交易，本质上是利润在不同阶段的分配，因此只能对各个分部的净利润水平进行大致估计。细分拆分后，政府补贴、中药注射剂我们认为利润质量较低，给以较低估值。其他业务在纯内生基础上估计在 10%左右稳健成长，但 2019 年及未来还有一定的继续导入产品进入销售平台的预期。中药配方颗粒由于行业仍处于高增长，且一旦政策放宽，可能全行业进一步放量，因此我们认为估值可以相对略高。分部估值后我们认为公司按照 2019 年和 2020 年业绩估计的合理估值分别在 285~371 亿（对应股价 29.13~37.92 元），和 312~409 亿（对应股价 31.89~41.80 元）。由于 OTC 业务稳健性强，考虑一年期目标价以 2020 年业绩估算，有 30%左右向上空间。

表 5: 华润三九 2018 年净利润拆分

利润来源	估计利润金额（亿）			估计倍数	分部估值（亿）			备注
	2018A	2019E	2020E		2018E	2019E	2020E	
政府补贴及投资收益	1.8	8.6	1.8	10~15X	18~27	25~35	18~27	1 季度出售三九医院获得税后 6.8 亿投资收益，1.8 亿补贴与收入相关，预计可持续。
中药注射剂	1.1	0.8	0.6	7~12X	8~13	6~9	4~7	预计仍将承压，悲观预测下滑 30%。
OTC 业务	4.5	5.0	5.8	20~25X	90~113	100~125	116~145	预计保持稳健增长。虽然 OTC 行业增速整体下滑，但预计公司能比行业好 2~3%
口服处方药	2.0	2.3	2.5	20~25X	40~50	46~58	50~63	随着血塞通、易善复等继续拉动，预计仍有增长，
抗感染药物	3.3	3.6	3.9	20~25X	66~83	72~90	78~98	2018 年营收高增长主要是高开影响，实际预期稳健。公司主力产品为注射剂，预期一致性评价压力尚需时日。
中药配方颗粒	1.5	1.8	2.3	20~30X	30~45	36~54	46~69	预计配方颗粒保持行业增速，若放开基层医院政策出台，有望超预期。
合计	14.2	22.3	17.0		252~332	285~371	312~409	18 年年金费用为 17~18 年两年，预计 19 年仅 2000 万。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所估计、预测

投资建议：经营稳健，维持 “买入”评级。华润三九作为 OTC 领域的头部公司，受带量采购影响较小。公司经营历史记录良好，且高风险的中药注射剂在营收利润中的占比已经很低，通过分部估值，我们认为公司 2020 年业绩的合理估值在 312~409 亿（对应股价 31.89~41.80 元）。预计 2019~2020 年公司净利润为 22.30/17.01/18.99 亿，对应当前 PE 为 12.8/16.8/15.1x，继续维持“买

入”评级。

表 6：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190320	总市值 亿元	EPS 17A	EPS 18E	EPS 19E	EPS 20E	PE 17A	PE 18E	PE 19E	PE 20E	ROE 17A	PEG 19E	投资评级
002223	鱼跃医疗	23.79	238	0.59	0.71	0.87	1.05	40.3	33.7	27.3	22.7	11.3	1.3	买入
000423	东阿阿胶	48.79	319	3.13	3.12	3.35	3.54	15.6	15.6	14.6	13.8	21.4	3.4	无评级
000538	云南白药	85.78	893	3.02	3.22	3.65	4.13	28.4	26.6	23.5	20.8	16.3	2.1	无评级
600332	白云山	39.16	614	1.27	2.49	2.05	2.40	30.9	15.7	19.1	16.3	10.6	0.8	无评级
600436	片仔癀	108.48	654	1.34	1.83	2.44	3.18	81.1	59.4	44.5	34.1	20.2	1.3	无评级
600535	天士力	22.94	347	0.91	1.07	1.25	1.45	25.2	21.4	18.4	15.8	15.6	1.1	无评级
000999	华润三九	28.7	281	1.33	1.46	2.28	1.74	22.0	20.0	12.8	16.8	11.8	1.3	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理　　注：除鱼跃医疗、华润三九外均为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2476	3929	5232	6648
应收款项	4180	4684	5222	5797
存货净额	1533	1755	1980	2201
其他流动资产	387	451	503	559
流动资产合计	**8576**	**10820**	**12938**	**15205**
固定资产	3526	3559	3603	3617
无形资产及其他	1843	1770	1696	1622
投资性房地产	4051	4051	4051	4051
长期股权投资	33	39	56	73
资产总计	**18030**	**20238**	**22344**	**24568**
短期借款及交易性金融负债	35	35	35	35
应付款项	1042	1154	1301	1447
其他流动负债	5240	5748	6495	7221
流动负债合计	**6317**	**6937**	**7832**	**8703**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	545	545	546	547
长期负债合计	**545**	**545**	**546**	**547**
负债合计	**6861**	**7482**	**8377**	**9250**
少数股东权益	341	367	387	409
股东权益	10828	12389	13580	14909
负债和股东权益总计	**18030**	**20238**	**22344**	**24568**

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.46	2.28	1.74	1.94
每股红利	0.50	0.68	0.52	0.58
每股净资产	11.06	12.66	13.87	15.23
ROIC	15%	15%	15%	16%
ROE	13%	18%	13%	13%
毛利率	69%	68%	68%	68%
EBIT Margin	14%	12%	11%	11%
EBITDA Margin	17%	15%	14%	14%
收入增长	21%	12%	12%	11%
净利润增长率	10%	56%	-24%	12%
资产负债率	40%	39%	39%	39%
息率	1.7%	2.3%	1.8%	2.0%
P/E	20.0	12.8	16.8	15.1
P/B	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.9	15.9	15.8	14.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**13428**	**15047**	**16777**	**18623**
营业成本	4160	4770	5369	5959
营业税金及附加	218	253	285	317
销售费用	6469	7380	8335	9293
管理费用	707	788	896	958
财务费用	(7)	(80)	(113)	(147)
投资收益	19	699	19	19
资产减值及公允价值变动	(15)	(23)	(18)	(19)
其他收入	(182)	0	0	0
营业利润	1703	2612	2007	2243
营业外净收支	15	11	11	11
利润总额	**1719**	**2623**	**2018**	**2255**
所得税费用	244	328	266	300
少数股东损益	43	65	50	56
归属于母公司净利润	**1432**	**2230**	**1701**	**1899**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	**1432**	**2230**	**1701**	**1899**
资产减值准备	(2)	1	0	0
折旧摊销	350	418	451	481
公允价值变动损失	15	23	18	19
财务费用	(7)	(80)	(113)	(147)
营运资本变动	149	(168)	80	21
其它	30	25	20	22
经营活动现金流	**1974**	**2528**	**2271**	**2442**
资本开支	(245)	(400)	(440)	(440)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(272)**	**(406)**	**(457)**	**(457)**
权益性融资	25	0	0	0
负债净变化	(0)	0	0	0
支付股利、利息	(491)	(669)	(510)	(570)
其它融资现金流	24	0	0	0
融资活动现金流	**(934)**	**(669)**	**(510)**	**(570)**
现金净变动	**768**	**1453**	**1303**	**1415**
货币资金的期初余额	1708	2476	3929	5232
货币资金的期末余额	2476	3929	5232	6648
企业自由现金流	1863	1472	1734	1879
权益自由现金流	1887	1543	1832	2007

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032