

# 卫宁健康 (300253)

证券研究报告  
2019年05月09日

## 传统业务加速成长，创新业务迎来拐点

### 行业利好政策不断，县级医院/医联体大建设壮客户实力

2018年以来，国务院、卫健委、医保局陆续出台数十项政策，加强医院、区域信息化建设，以电子病历、互联互通、智慧医院为代表的信息化项目迎来建设高峰期。据IDC预测，2020年，医疗信息化市场规模达到430亿元，2018-2020年复合增长率9.57%。2018年政策密集推动下，2020年前后，医疗信息化需求将加速释放，行业需求有望持续超预期。此外，我国县级医院综合能力不足，使得异地就诊率、住院率持续上升，医保支出大幅攀升，长期收支平衡压力大。为实现医保控费，2018年至2019年初，政府出台多项文件，大力发展县级医院及县域医联体/医共体。新政一方面将为二级医院带来更多资金支持，另一方面，通过医联体/医共体，县级医院实现了触角延伸，扩大了客源群体，强化了自身实力。公司客户集中在二级医院。在政府大力发展县级医院的背景下，客户群体综合实力不断增强，公司有望深度受益。

### 传统业务订单加速成长，业务结构明显优化

(1) 订单方面：据采招网数据，2019年前四月公司中标订单总金额达4.70亿元，同比增长157%，其中1月、2月、3月、4月订单金额增长率分别为89%、195%、391%、175%，呈现加速态势，行业景气度持续；(2) 业务结构方面：业务结构明显优化，高毛利业务占比明显提升。2018年，公司高毛利软件销售及技术服务业务收入增长率为31.92%，呈现加速增长态势。因软件业务订单饱满且硬件业务毛利率低，公司主动收缩该业务。18年公司硬件业务的收入同比下降12.81%，业务收入占比由2017年的29%下降至18年的21%，预计未来将进一步下降。

### 创新业务加速落地，2019年有望迎来盈亏拐点

2018年公司创新业务取得阶段性成果，核心主体显著扭亏。19年创新业务有望加速落地，扭亏为盈。云医方面：2019年，各地迎来互联网医疗监管平台、互联网医院的建设大潮，公司建设、支付类业务收入有望大幅攀升。随着各地互联网医疗监管平台的陆续上线，以及服务监管细则的逐步出台，预计自2020年开始，互联网医院落地运营有望全面铺开，云医业务有望加速发展，并驱动云药、云康等新业务全面发展。云险方面：近期，子公司卫宁科技中标国家医保局项目大单，云险业务有望迎来大突破，在医保IT建设大潮中占得先机，后续业务发展值得期待。

**投资建议：**公司传统业务持续高景气，加速成长，创新业务拐点有望到来。预计2019/2020年公司传统业务将实现净利润4.40/5.90亿元，参考同类公司，我们给予公司传统业务45倍PE，对应2019年合理市值为198亿元。创新业务预计合理估值50亿元，公司19年整体合理估值为248亿元，对应目标价15.28元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**政策落地不及预期；创新业务推进不及预期；行业竞争加剧

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,203.76	1,438.76	1,942.47	2,661.19	3,592.60
增长率(%)	26.12	19.52	35.01	37.00	35.00
EBITDA(百万元)	189.59	374.38	582.50	780.68	1,040.24
净利润(百万元)	229.04	303.31	452.61	615.81	843.59
增长率(%)	(55.84)	32.42	49.22	36.06	36.99
EPS(元/股)	0.14	0.19	0.28	0.38	0.52
市盈率(P/E)	87.08	65.76	44.07	32.39	23.64
市净率(P/B)	7.68	6.36	5.42	4.64	3.88
市销率(P/S)	16.57	13.86	10.27	7.50	5.55
EV/EBITDA	54.41	52.47	33.22	24.52	17.90

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	12.29元
目标价格	15.28元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,622.92
流通A股股本(百万股)	1,315.68
A股总市值(百万元)	19,945.67
流通A股市值(百万元)	16,169.76
每股净资产(元)	2.05
资产负债率(%)	18.19
一年内最高/最低(元)	16.78/9.64

### 作者

沈海兵 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030001  
shenhaibing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《卫宁健康-公司点评:传统业务强者恒强，创业业务迎来拐点》2018-02-05
- 2 《卫宁健康-公司点评:双轮驱动业绩增长，“4+1”战略纵深布局医疗大健康生态圈》2017-04-25



## 内容目录

1. 利好政策不断，传统业务加速发展.....	3
1.1. 利好政策频繁落地，行业景气度持续提升.....	3
1.2. 医联体大建设壮大客户群体实力，公司长期深度受益.....	5
1.3. 订单加速增长，传统业务结构优化.....	7
2. 创新业务持续高增长，2019 年有望跨过盈亏平衡点.....	8
2.1. 云医：业务实现大跨越，有望带动云药/云康齐发展.....	8
2.2. 云险：中标医保局核心系统，云险业务迎来大突破.....	10
3. 估值分析.....	11

## 图表目录

图 1：医疗信息化市场需求有望加速释放.....	4
图 2：电子病历潜在市场规模近百亿.....	5
图 3：县级医院能力不足，导致异地就诊和住院率上升.....	5
图 4：政府鼓励大力发展县域医联体和县级医院.....	6
图 5：县级医院、县域医联体大建设壮大牵头县医院实力.....	6
图 6：卫宁健康医疗机构客户数变化.....	7
图 7：公司订单加速成长.....	7
图 8：传统软件销售及收入加速增长.....	8
图 9：收入结构优化，低毛利率硬件业务占比降低.....	8
图 10：政策放开，互联网医院发展受鼓励.....	9
图 11：政策放开驱互联网医院大发展.....	9
图 12：云医业务发展迅速.....	10
图 13：云医有望带动云药、云康等新业务全面铺开.....	10
图 14：创新业务协同带动.....	10
图 15：卫宁健康中标医保局大单.....	11
图 15：可比公司估值.....	11
表 1：2018 年以来，医疗信息化重磅政策频出.....	3

## 1. 利好政策不断，传统业务加速发展

### 1.1. 利好政策频繁落地，行业景气度持续提升

从电子病历到智慧医院，医疗信息化迎来投资建设高峰期。作为控费最重要的手段之一，信息化系统建设逐渐得到政府重视，2018年以来，国务院、卫健委、医保局陆续密集出台数十项政策，加强医院、区域信息化系统建设，力度空前。分析本轮政策特征：从节奏上看，政策发布密集，年初至今信息化相关政策达数十项。从内容上看，“加快”一词成为高频词汇，电子病历、互联互通、智慧医院等成为重点。我们认为，政策反映了医保控费的迫切性，后续相关政策有望持续超预期，以电子病历、互联互通等代表的信息化系统迎来建设高峰期。

- **电子病历：**到2019年，所有三级医院要达到分级评价3级以上；到2020年，所有三级医院要达到分级评价4级以上，二级医院要达到分级评价3级以上。在2019中华医院信息网络大会上，国家卫健委医政医管局副局长焦雅辉表示：未来所有公立医院都要参加电子病历应用评级；
- **互联互通：**三级医院要在2020年前实现院内医疗服务信息互通共享，有条件的医院要尽快实现，二级以上医院普遍提供分时段预约诊疗、智能导医分诊、候诊提醒、检验检查结果查询、诊间结算、移动支付等线上服务；
- **远程诊疗：**2018年底前，远程医疗要覆盖所有城市医疗集团和县域医共体；2020年底前，远程医疗要覆盖医联体内基层医疗卫生机构；
- **DRGs：**加快推进按疾病诊断相关分组（DRGs）付费国家试点，探索建立DRGs付费体系，并决定组织开展DRGs国家试点申报工作，原则上各省可推荐1-2个城市作为国家试点候选城市；
- **智慧医院：**医院智慧服务是指医院针对患者的医疗服务需要，应用信息技术改善患者就医体验，加强患者信息互联互通。

表 1：2018 年以来，医疗信息化重磅政策频出

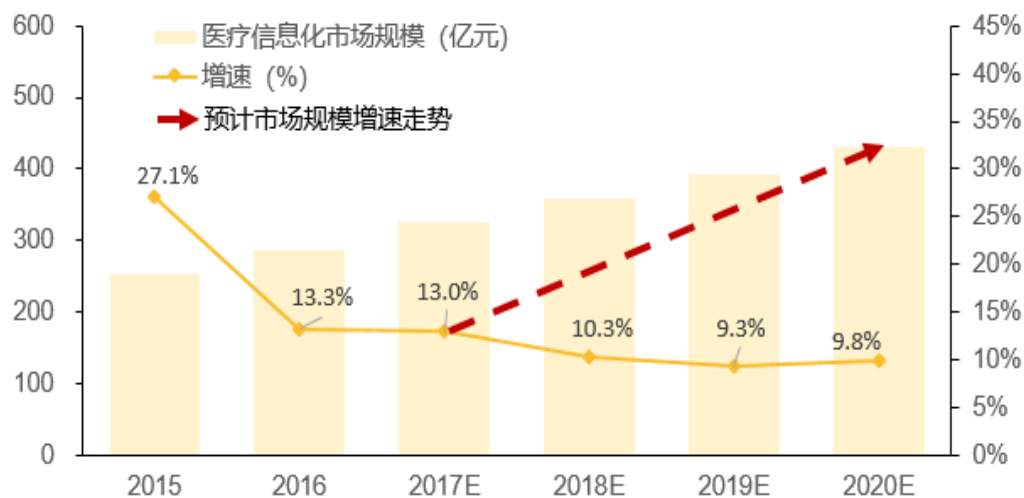
时间	颁布机构	政策文件	主要内容
2018/4	国务院	关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见	三级医院要在2020年前实现院内医疗服务信息互通共享，有条件的医院要尽快实现，二级以上医院普遍提供分时段预约诊疗、智能导医分诊、候诊提醒、检验检查结果查询、诊间结算、移动支付等线上服务。
2018/8	卫健委等	关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知	加快推进信息化建设，鼓励医联体、医共体使用电子健康卡实现基层首诊、远程会诊、双向转诊“一卡通”，为居民提供连续医疗服务。在医联体内积极运用互联网技术，加快实现医疗资源上下贯通、信息互通共享、业务高效协同，便捷开展预约诊疗、双向转诊、远程医疗等服务，推进“基层检查、上级诊断”，推动构建有序的分级诊疗格局。2018年底前，远程医疗要覆盖所有城市医疗集团和县域医共体；2020年底前，远程医疗要覆盖医联体内基层医疗卫生机构。
2018/8	国务院	深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务	促进“互联网+医疗健康”发展。推进智慧医院和全民健康信息平台建设，加快推动医疗机构之间实现诊疗信息共享。
2018/8	卫健委等	关于进一步推进以电子病历为核心的医疗机构信息化建设的通知	到2019年，辖区内所有三级医院要达到电子病历应用水平分级评价3级以上，即实现医院内不同部门间数据交换；到2020年，要达到分级评价4级以上，即医院内实现全院信息共享，并具备医疗决策支持功能。
2018/10	卫健委等	进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020年）	加强了信息化在医院建设中的考核力度，在重点考核的十条指标中，五条涉及到信息化建设。医疗服务考核总分100分，其中医疗信息化相关的指标占32分（预约诊疗10分、远程医疗8分、智慧医院14分）

2018/11	卫健委等	全面提升县级医院综合能力工作方案 (2018-2020年)	加快县级医院信息化建设, 继续推进以患者为中心的医院信息化流程再造, 加强以电子病历为核心的医院信息平台建设, 逐步实现电子病历与电子健康档案相衔接。逐步运用信息化手段规范临床诊疗行为、开展医务人员绩效考核。
2018/1	卫计委	关于印发进一步改善医疗服务行动计划 (2018-2020年)	以“互联网+”为手段, 建设智慧医院。利用互联网信息技术扩展医疗服务空间和内容, 不断优化医疗服务流程, 加强以门诊和住院电子病历为核心的综合信息系统建设。应用互联网、物联网等新技术, 实现配药发药、内部物流、患者安全管理等信息化、智能化。
2018/4	国务院	关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见	三级医院要在2020年前实现院内医疗服务信息互通共享, 有条件的医院要尽快实现, 二级以上医院普遍提供分时段预约诊疗、智能导医分诊、候诊提醒、检验检查结果查询、诊间结算、移动支付等线上服务。
2018/12	卫健委	关于印发电子病历系统应用水平分级评价管理办法(试行)及评价标准(试行)的通知	到2019年, 所有三级医院要达到分级评价3级以上; 到2020年, 所有三级医院要达到分级评价4级以上, 二级医院要达到分级评价3级以上。
2018/12	医保局	关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知	加快推进按疾病诊断相关分组(DRGs)付费国家试点, 探索建立DRGs付费体系, 并决定组织开展DRGs国家试点申报工作, 原则上各省可推荐1-2个城市作为国家试点候选城市。
2019/3	卫健委	医院智慧服务分级评价标准体系(试行)	医院智慧服务是指医院针对患者的医疗服务需要, 应用信息技术改善患者就医体验, 加强患者信息互联互通。
2019/4	卫健委 政医管局 焦雅辉	我国智慧医院建设现状与未来	所有公立医院都要参加电子病历应用评级

资料来源: 卫健委官网、卫健委微信公众号等, 天风证券研究所

**2020年我国医疗信息化市场规模将达到430亿元, 密集政策持续推动下, 行业需求有望持续超预期。**据IDC预测, 2020年, 医疗信息化市场规模达到430亿元, 2018-2020年复合增长率9.57%。2018年政策密集推动下, 2020年前后, 医疗信息化需求将加速释放, 行业需求有望持续超预期。

图 1: 医疗信息化市场需求有望加速释放

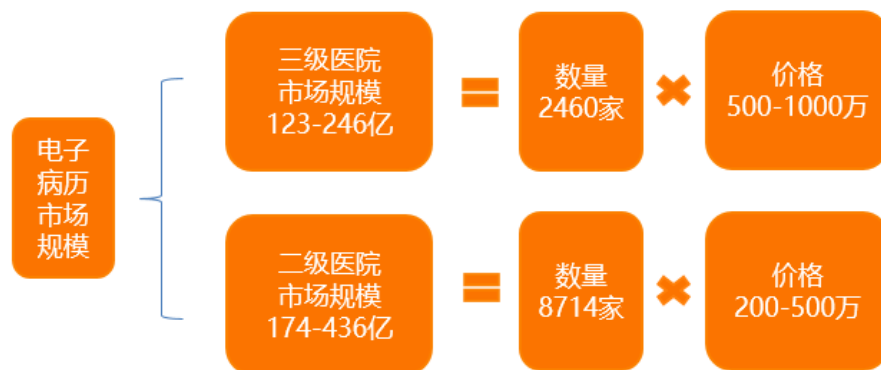


资料来源: IDC, 天风证券研究所

**电子病历迎来建设大潮, 潜在市场规模 297-682 亿元。**电子病历作为监督行医用药的关键系统, 对于规范医生、医院行为具有重要作用, 全面建设和升级电子病历系统是实现有效

控费的关键性举措。新一轮政策明确要求：到 2020 年，三级医院电子病历要达到分级评价 4 级，二级医院要达到 3 级。而据卫健委焦雅辉数据，2018 年我国参评的三级医院电子病历平均为 2.81 级，二级医院平均为 1.35 级，建设升级市场空间巨大。据我们测算，按照三级医院单价 500-1000 万、二级医院 200-500 万计算，电子病历潜在市场规模高达 297-682 亿元。

图 2：电子病历潜在市场规模近百亿



资料来源：卫健委官网，天风证券研究所

## 1.2. 医联体大建设壮大客户群体实力，公司长期深度受益

县级医院综合能力不足导致异地就诊、异地住院率上升，直接驱动医保支出大幅攀升。县级医院多为二级医院，在患者就诊逐步向三级医院集中的背景下，县级医院综合实力难以满足患者的需要，导致异地就诊、住院率持续上升。据 Latitude Health 数据：职工医保方面，2016 年职工医保参保者异地总就医人次为 2772 万人次，同比增长 20.6%。异地住院人次为 441 万人次，同比增速达 12.5%。异地就诊费用一共为 832 亿元，占基金总开支的 10%。在异地费用上，其中 90%是异地住院费用。同时，异地均次住院费用为 16946 元，比整体均次费用要高出达 57%。城乡居民基本医保方面，2016 年城乡居民基本医保参保者异地总就医人次为 1645 万人次，同比增长 35%。异地住院人次为 549 万人次，增速高达 40%。

图 3：县级医院能力不足，导致异地就诊和住院率上升



资料来源：Latitude Health，天风证券研究所整理绘制

发展县级医院成为医保控费关键举措之一，县域医共体/医联体成为 2019 年医疗信息化建设重点。为降低异地就医比例，实现“大病不出县”目标，发展县级医院、县域医联体/医共体成为关键。2018 年 8 月，卫健委发布文《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》，文件指出：要进一步加强县医院人才、技术、临床专科等核心能力建设，

提高县医院规范化、精细化、信息化管理水平。力争到 2020 年，全国有 500 家县医院和 500 家县中医院分别达到县医院和县中医院医疗服务能力推荐标准。2019 年 1 月 10 日，全国医疗管理工作会透露，2019 年国家卫健委医政医管局将指导地方落实城市医疗集团和县域医共体建设规划，确定 500 个县域医共体建设试点。同时，将加强医联体综合绩效考核。提升县域综合服务能力，推动 500 家县级医院达标。2019 年 1 月 17 日，全国基层卫生健康工作会，更是明确要求“每个县都建设医共体”，而且把“推进县域医共体建设”纳入今年的 9 大重点工作的“第一个重点”任务。会议要求“每个县结合实际组建 1-3 个以县级医院为龙头、其他若干家县级医院及乡镇卫生院为成员单位的紧密型医疗集团。

图 4：政府鼓励大力发展县域医联体和县级医院



资料来源：卫健委，天风证券研究所整理绘制

**县级医院、县域医联体大建设壮大县级医院整体实力。**县级医院在单体规模上和其他综合医院的差距非常明显，县级医院大建设，将需要更多政府、社会端更多的资金支持，政府投入有望加大。另一方面，网格化的县域医联体建设，以县人民医院、县中医院、县妇幼保健院为核心的医联体牵头医院，其患者群体有望通过医联体放大。未来若干年，国内县级医院的整体实力有望显著提升。

图 5：县级医院、县域医联体大建设壮大牵头县医院实力



资料来源：卫健委，天风证券研究所整理绘制

**县级医院大发展壮大客户实力，驱动公司长远发展。**2018 年公司核心产品覆盖医疗机构数超过 6000 家，其大多为二级医院，该类医院是县级医院的核心主体。在县级医院大发展的背景下，公司客户群里的综合实力有望显著提升。客户群体大发展，将驱动公司长远发

展。

图 6：卫宁健康医疗机构客户数变化

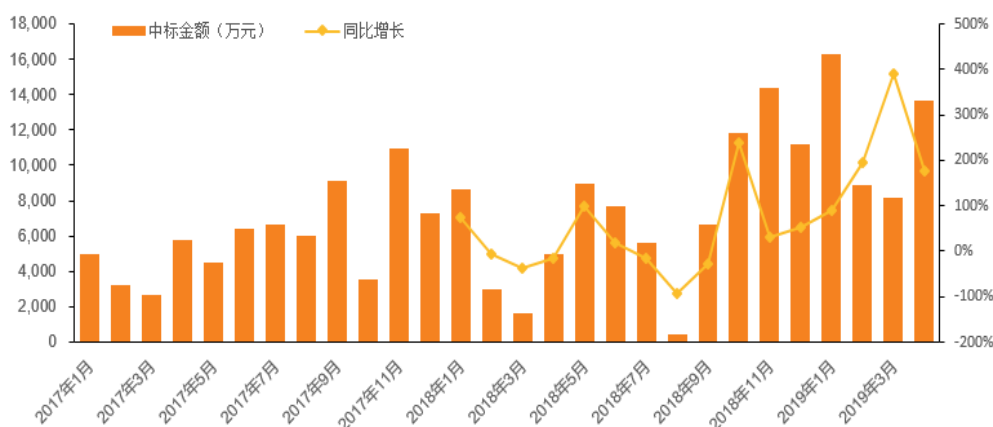


资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

### 1.3. 订单加速增长，传统业务结构优化

公司订单加速增长，2019年1-4月订单金额4.70亿元，同比大增157%。据采招网数据，2019年前三月公司中标订单总金额4.70亿元，同比增长157%，其中1月、2月、3月、4月订单增长率分别为89%、195%、391%、175%，呈现加速态势，业务景气度持续。

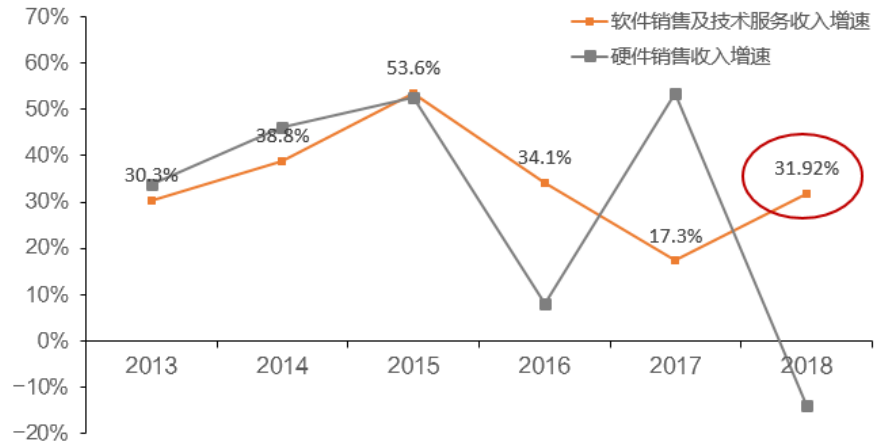
图 7：公司订单加速成长



资料来源：采招网，天风证券研究所

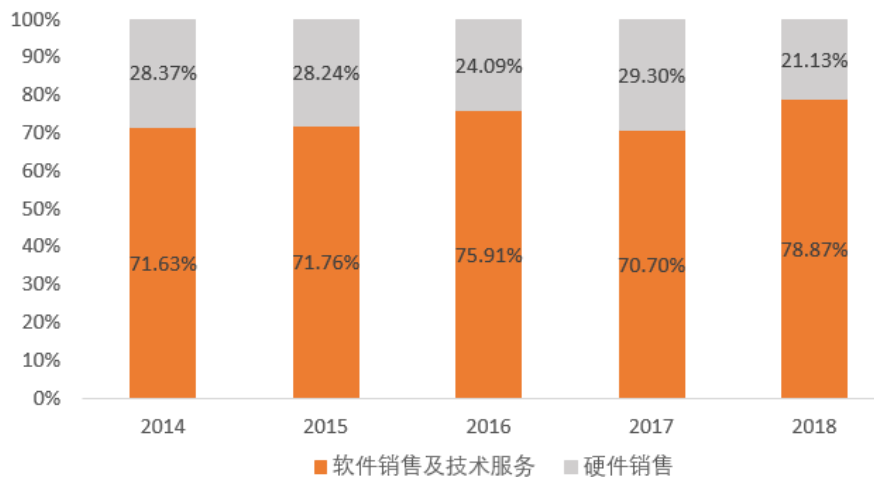
**传统业务结构优化，高毛利业务占比明显提升。**2018年，公司实现营业总收入14.40亿元，较上年同期增长19.64%，其中，软件销售及技术服务业务收入增长率为31.92%，较2017年同期的17.34%增加14.58pct，呈现加速增长态势。因硬件销售业务毛利率低且收款账期长，公司主动收缩了该业务，18年公司硬件业务的收入同比下降13.81%。业务结构明显优化，预计未来高毛利业务占比将继续提升。

图 8：传统软件销售及服务收入加速增长



资料来源：Wind、公司 2018 年业绩快报，天风证券研究所

图 9：收入结构优化，低毛利率硬件业务占比降低



资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 2. 创新业务持续高增长，2019 年有望跨过盈亏平衡点

### 2.1. 云医：业务实现大跨越，有望带动云药/云康齐发展

**政策放开，互联网医院迎来红利期。**2018 年 4 月 28 日，国务院颁布《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，文件指出：“允许依托医疗机构发展互联网医院。医疗机构可以使用互联网医院作为第二名称，在实体医院基础上，运用互联网技术提供安全适宜的医疗服务，允许在线开展部分常见病、慢性病复诊。医师掌握患者病历资料后，允许在线开具部分常见病、慢性病处方。”该文件是 2017 年《关于推进互联网医疗服务发展的意见（征求意见稿）》以后，政府方面关于互联网医院建设限制后，政策的首次放开。2018 年下半年，卫健委等相继颁布了《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互联网医院管理办法（试行）》和《远程医疗服务管理规范（试行）》，新政给予互联网医院合法身份，明确了组成形式和业务范畴，标志着互联网正式进入发展新阶段。政策放开后，互联网医院迎来发展红利期，各地互联网医院不断挂牌，据 Kanter 数据，截至 2018 年 11 月，全国各地建设互联网医院总计 119 家，同比 2017 年增加 71 家，增幅达 148%。互联网医院迎来政策红利期。



图 10：政策放开，互联网医院发展受鼓励



资料来源：Kanter，天风证券研究所

图 11：政策放开驱互联网医院大发展



资料来源：Kanter，天风证券研究所

各地互联网医院监管平台、互联网医院集中建设，运营落地有望全面铺开。据国家卫健委规划信息司毛群安，截至 2019 年 4 月，山东、浙江、广东、四川、云南、宁夏等 6 个省份已经建设完成省级互联网医疗服务的监管平台。我们预计：2019 年，全国各地将迎来互联网医疗监管平台、互联网医院的建设大潮。随着各地互联网医院监管服务平台的上线，以及服务监管细则的出台，预计从 2020 年开始，互联网医院落地运营有望全面铺开。

**互联网医院数量领先行业，邵逸夫医院深度运营模式有望推广复制：**

- **互联网医院建设方面：**公司建设互联网医院超过 2000 家，纳里健康服务患者突破 1 亿人次。截止 2018 年上半年，公司纳里健康平台覆盖医院数为 2000 家，注册医生超过 20 万人，服务患者突破 1 亿人次。身边医生覆盖集成卫生机构超过 1200 家，月服务居民超过十万余次；
- **落地运营方面：**一方面，2019 年 1 月 22 日，纳里健康助力浙江省全国首个“服务+监管”一体化的互联网医院平台上线。该平台是浙江省省互联网医院、互联网诊疗服务的入口，为患者提供线上医疗服务，为医疗机构提供互联网医院、互联网诊疗建设的基础设施，同时将对医疗机构开展的互联网诊疗活动进行事前、事中、事后监管，形成机构协作、资源共享、数据互通的机制。公司监管平台的落地，为互联网医院业务拓展及模式升级打下坚实基础；另一方面，公司深度运营的浙大邵逸夫网络医院经营数据良好，长期有望复制推广。通过纳里健康 app 可观测到，公司深度合作的浙大邵逸夫医院，运营成果优异。未来，随着邵逸夫模式的不断成熟，以及深度运营模式的复制铺开，公司云医业务有望驱动创新业务快速壮大，驱动创新业务实现跨越式发展。同时，云医业务大发展，有望驱动云医、云险业务全面铺开。

图 12：云医业务发展迅速



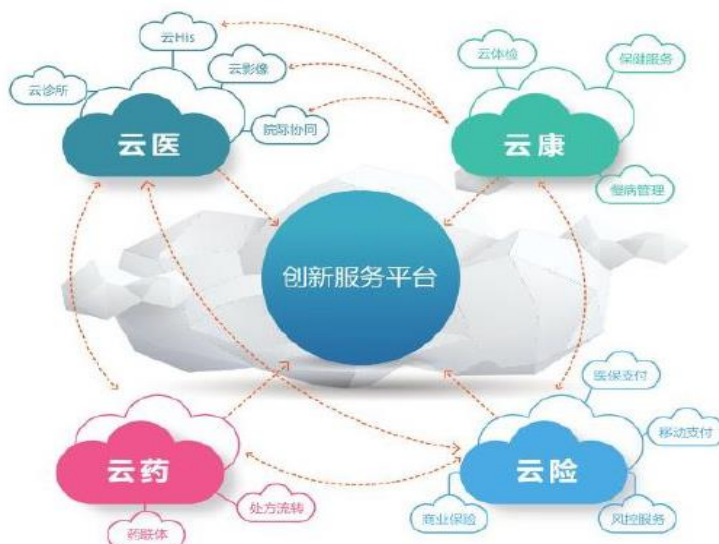
资料来源：公司年报、半年报，天风证券研究所

图 13：云医有望带动云药、云康等新业务全面铺开



资料来源：卫健委信息司等，天风证券研究所

图 14：创新业务协同带动



资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 2.2. 云险：中标医保局核心系统，云险业务迎来大突破

中标国家医保局大单，医保 IT 建设大潮占得先机，云险业务迎来大突破。2019 年 4 月 22 日，国家医保局信息平台建设招标工作陆续开标，卫宁健康子公司卫宁科技中标国家医保

局发布第 6 包基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统,订单总额 328 万元。此前,医保控费市场主要为平安医保科技、久远银海和卫宁科技把持,卫宁科技医保控费业务服务客户主要分布于江苏、浙江、上海、山东、山西、新疆等省市,并与平安养老、太平人寿、中国人保、中国人寿、中华财险等多个商业保险公司达成合作。此次,公司中标国家医保局重磅大单,公司在医保 IT 建设大潮中占得先机,未来云险业务有望实现大突破。

图 15: 卫宁健康中标医保局大单

第6包 基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统

中标商名称	上海金仕达卫宁软件科技有限公司
中标商地址	上海市浦东新区环林东路799弄9号1层B168室
中标金额	人民币3,280,000元

资料来源: 中国政府采购网, 天风证券研究所

### 3. 估值分析

公司传统业务订单加速成长,持续高景气,创新业务加速落地,有望迎来盈亏拐点,公司作为医疗 IT 行业的龙头企业,价值将得到产业的认可,我们给予公司 2019 目标市值 248 亿元,首次覆盖给予“买入”评级:

1、**传统业务:** 传统医疗信息化业务持续高景气,订单加速成长。2019 年,公司传统业务预计将实现净利润 4.40 亿元,参考可比公司,给予公司传统业务 45 倍 PE,对应 2019 市值 198 亿元。

图 16: 可比公司估值

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	2019年利润预测 (亿元)	对应19年PE
300451.sz	创业慧康	101.4	2.76	36.7
300078.sz	思创医惠	77.3	2.12	36.5
603990.sh	麦迪科技	34.6	0.72	47.9
300550.sz	和仁科技	44.7	0.82	54.8
平均值				44.0

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2、**创新业务:** 云医业务预计 2019 年实现营收 2 亿元,云计算业务 PS 估值通常为 10-20 倍,考虑公司业务处于早起阶段,发展迅速,给予 15 倍 PS,参考估值 30 亿元。云药业务预计 2019 年实现收入 11 亿元(其中 GPO 业务收入预计 10 亿元,药店相关业务收入 1 亿元),参考 PS 估值 10 倍,GPO 业务 PS 估值 0.5 倍,云药整体估值 15 亿元。云险业务上一轮估值约 8.32 亿元,公司中标国家医保局项目,云险业务取得积极进展。云康业务上一轮估值 6 亿元。考虑公司持股比例以及创新业务之间的协同效应,给予创新业务 2019 整体估值约为 50 亿元。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	482.05	514.65	694.83	951.92	1,553.08
应收账款	1,079.27	1,326.13	1,639.82	2,320.04	3,025.77
预付账款	22.47	35.71	9.65	52.71	31.27
存货	100.40	157.87	117.48	264.26	249.85
其他	25.97	32.45	27.31	24.04	39.39
<b>流动资产合计</b>	<b>1,710.15</b>	<b>2,066.82</b>	<b>2,489.09</b>	<b>3,612.97</b>	<b>4,899.37</b>
长期股权投资	544.11	541.05	541.05	541.05	541.05
固定资产	371.31	435.37	847.84	806.72	765.53
在建工程	96.77	0.55	98.25	0.20	0.12
无形资产	222.36	364.89	348.58	332.26	315.95
其他	767.60	828.63	815.90	817.83	816.74
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,002.15</b>	<b>2,170.49</b>	<b>2,651.61</b>	<b>2,498.06</b>	<b>2,439.39</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,712.30</b>	<b>4,237.32</b>	<b>5,140.71</b>	<b>6,111.03</b>	<b>7,338.76</b>
短期借款	190.00	151.14	219.89	235.89	290.29
应付账款	443.08	340.00	608.51	687.53	1,057.91
其他	323.37	391.12	363.89	587.52	525.88
<b>流动负债合计</b>	<b>956.46</b>	<b>882.25</b>	<b>1,192.28</b>	<b>1,510.94</b>	<b>1,874.08</b>
长期借款	0.00	0.00	25.48	52.76	63.96
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	96.86	80.53	98.83	100.24	100.24
<b>非流动负债合计</b>	<b>96.86</b>	<b>80.53</b>	<b>124.31</b>	<b>153.00</b>	<b>164.20</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,053.32</b>	<b>962.78</b>	<b>1,316.59</b>	<b>1,663.94</b>	<b>2,038.29</b>
少数股东权益	62.86	140.35	140.89	148.04	157.84
股本	1,607.59	1,621.87	1,622.92	1,622.92	1,622.92
资本公积	380.05	535.18	535.18	535.18	535.18
留存收益	1,173.51	1,607.71	2,060.31	2,676.13	3,519.71
其他	(565.02)	(630.57)	(535.18)	(535.18)	(535.18)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,658.99</b>	<b>3,274.53</b>	<b>3,824.12</b>	<b>4,447.09</b>	<b>5,300.48</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,712.30</b>	<b>4,237.32</b>	<b>5,140.71</b>	<b>6,111.03</b>	<b>7,338.76</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	525.48	229.74	302.24	440.08	580.27
折旧摊销	16.74	27.10	42.21	43.37	44.07
财务费用	9.90	8.49	5.16	6.02	7.50
投资损失	(378.71)	18.70	0.14	(0.27)	(0.73)
营运资金变动	(77.46)	(289.48)	(117.16)	(383.85)	(56.55)
其它	44.40	85.24	0.54	1.34	1.77
<b>经营活动现金流</b>	<b>140.34</b>	<b>79.79</b>	<b>233.13</b>	<b>106.69</b>	<b>576.32</b>
资本支出	902.60	131.89	494.67	(43.14)	(1.42)
长期投资	485.33	35.27	0.00	0.00	0.00
其他	(2,023.71)	(416.22)	(946.29)	42.31	2.29
<b>投资活动现金流</b>	<b>(635.78)</b>	<b>(249.06)</b>	<b>(451.62)</b>	<b>(0.83)</b>	<b>0.87</b>
债权融资	304.45	245.23	403.98	454.31	521.13
股权融资	1,021.69	78.60	194.60	(6.02)	(7.50)
其他	(454.86)	(271.47)	(285.42)	(363.79)	(474.78)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>871.28</b>	<b>52.36</b>	<b>313.16</b>	<b>84.51</b>	<b>38.85</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>375.84</b>	<b>(116.91)</b>	<b>94.67</b>	<b>190.38</b>	<b>616.04</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,203.76</b>	<b>1,438.76</b>	<b>1,942.47</b>	<b>2,661.19</b>	<b>3,592.60</b>
营业成本	574.61	690.61	903.64	1,232.43	1,659.78
营业税金及附加	16.18	16.20	21.76	29.81	40.24
营业费用	155.83	200.84	262.28	359.33	485.09
管理费用	225.89	118.08	159.42	218.40	294.85
财务费用	3.94	8.02	5.16	6.02	7.50
资产减值损失	48.07	59.58	80.44	110.21	148.78
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(18.70)	(8.09)	10.00	12.10	18.80
其他	(59.46)	43.24	17.80	30.80	30.40
<b>营业利润</b>	<b>257.40</b>	<b>310.28</b>	<b>481.97</b>	<b>662.09</b>	<b>907.16</b>
营业外收入	2.06	0.09	0.36	0.80	0.70
营业外支出	3.24	0.85	0.57	0.59	0.59
<b>利润总额</b>	<b>256.22</b>	<b>309.52</b>	<b>481.76</b>	<b>662.30</b>	<b>907.28</b>
所得税	26.48	2.69	28.61	39.34	53.89
<b>净利润</b>	<b>229.74</b>	<b>306.83</b>	<b>453.15</b>	<b>622.97</b>	<b>853.39</b>
少数股东损益	0.70	3.52	0.54	7.15	9.80
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>229.04</b>	<b>303.31</b>	<b>452.61</b>	<b>615.81</b>	<b>843.59</b>
每股收益(元)	0.14	0.19	0.28	0.38	0.52

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	26.73%	26.12%	19.64%	33.01%	27.00%
营业利润	409.03%	-50.28%	17.95%	61.37%	31.89%
归属于母公司净利润	240.07%	-55.84%	31.96%	45.61%	31.86%
<b>获利能力</b>					
毛利率	54.37%	52.27%	53.36%	53.69%	53.69%
净利率	54.34%	19.03%	20.99%	22.97%	23.85%
ROE	22.17%	8.82%	9.76%	12.44%	14.16%
ROIC	52.93%	12.34%	14.48%	16.54%	19.66%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.09%	28.37%	25.58%	30.57%	27.34%
净负债率	10.64%	1.35%	10.31%	2.95%	8.77%
流动比率	1.84	1.79	1.94	2.00	2.47
速动比率	1.73	1.68	1.82	1.89	2.34
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.33	1.28	1.32	1.31	1.34
存货周转率	14.30	12.52	13.79	14.17	13.94
总资产周转率	0.38	0.34	0.36	0.41	0.45
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.32	0.14	0.19	0.27	0.36
每股经营现金流	0.09	0.05	0.14	0.07	0.36
每股净资产	1.44	1.60	1.91	2.18	2.53
<b>估值比率</b>					
市盈率	50.43	114.18	86.53	59.43	45.07
市净率	11.18	10.07	8.44	7.39	6.38
EV/EBITDA	29.22	54.41	90.38	56.62	42.21
EV/EBIT	30.00	62.72	106.09	62.62	45.59

### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com