

证券研究报告—动态报告

医药保健

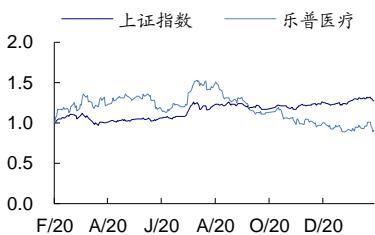
医疗器械与服务

乐普医疗(300003)
买入

2020 年度及 2021Q1 业绩预告点评

(维持评级)

2021 年 02 月 01 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,805/1,538
总市值/流通(百万元)	48,543/41,374
上证综指/深圳成指	3,483/14,822
12 个月最高/最低(元)	46.96/26.08

相关研究报告:

《乐普医疗-300003-2020 年三季报点评: 扣非业绩稳健增长, 期待创新器械放量》——2020-10-30

《乐普医疗-300003-2020 半年报点评: 业绩符合预期, 期待创新器械放量》——2020-08-29

《乐普医疗-300003-重大事件快评: 新品获批符合预期, 器械创新实力凸显》——2020-06-15

《乐普医疗-300003-2020 年一季报点评: 疫情影响业绩, 全年维持看好》——2020-04-29

《乐普医疗-300003-2019 年年报点评: 业绩稳健增长, 创新器械可期》——2020-04-02

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

联系人: 李虹达

电话: 0755-81982970

E-MAIL: lihongda@guosen.com.cn

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
集采落地利空出尽, 平台价值本色不改
● 集采预期影响 Q4 业绩, 低基数高增长 21Q1 可期

公司公告 2020 全年预计实现归母净利润 17.25~19.84 亿 (0~+15%), 扣非归母净利润 13.65~16.13 亿 (+10~30%), 预计 2021Q1 实现扣非归母净利润 4.88~6.01 亿 (+30~60%)。根据业绩预告区间中值计算, Q4 单季度净亏损 1.18 亿 (-204.6%), 扣非净亏损 1.08 亿, 主要由于集采导致金属支架大幅降价, 经销商 Q4 采购数量下降, 公司主动消化渠道库存, 对于已售但未植入支架可能通过退货或价格调整进行处理, 形成大额损失计提。21Q1 增速较高, 一方面由于 20Q1 受疫情影响基数较低, 另一方面创新器械、IVD、药品板块预计实现快速增长。

● 集采落地利空出尽, 悲观预期预计已充分释放

全国支架集采中 GuReater 以 654 元的价格中标, 对应报量 12.1 万个, 保证了存量市场份额, 以其 2019 年销售规模测算预计影响净利润 1.1~1.3 亿元。不锈钢支架预计会在一定幅度上跟随降价, 对净利润也将造成一定影响。2020 年末基金持股占流通股本比例已经降至 1.77% 的历史低位, 反映了此前对药品与支架集采的悲观预期, 随着集采落地政策不确定性出清, 我们预计悲观情绪已经得到充分释放。

● 平台性龙头本色不改, 研发、销售、管理竞争力依旧

公司作为心血管领域全产业链布局的平台性龙头, 未来成长依旧可期: 1) 支架以外存量业务稳健增长, 悲观预期充分在股价中反映, 安全边际较高; 2) 介入无植入三大产品 (可降解支架、药物球囊、切割球囊) 有望在支架集采后快速放量, 贡献较大业绩弹性; 3) 器械管线布局全面, 研发与销售迭代能力已得到验证; 4) 心血管平台性龙头本色不改, 品牌认知、渠道布局、研发体系等优势依旧。

● 风险提示: 创新器械推广不及预期; 研发进度不及预期; 政策风险
● 投资建议: 支架集采落地, 创新产品放量可期, 维持“买入”评级。

金属支架集采不确定性出清, 创新器械产品线有望打开成长空间。考虑集采、疫情、非经常性损益等综合影响, 预计 2020~2022 年归母净利润达到 18.77/23.20/29.61 亿元 (此前预测为 22.56/26.81/34.22 亿元), 对应当前股价 PE 为 26/21/16X, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,356	7,796	8,545	9,758	12,098
(+/-%)	40.1%	22.6%	9.6%	14.2%	24.0%
净利润(百万元)	1219	1725	1877	2320	2961
(+/-%)	35.5%	41.6%	8.8%	23.6%	27.6%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.97	1.04	1.29	1.64
EBIT Margin	33.5%	28.6%	26.3%	29.3%	29.8%
净资产收益率(ROE)	19.2%	23.1%	21.7%	22.9%	24.7%
市盈率(PE)	39.3	27.8	25.9	20.9	16.4
EV/EBITDA	28.4	22.2	22.6	18.0	14.6
市净率(PB)	7.53	6.40	5.60	4.80	4.05

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

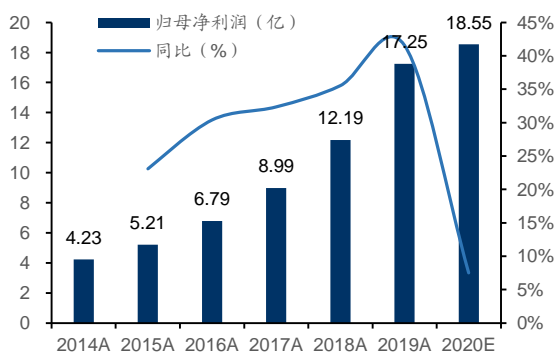
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩预告点评：集采预期影响 Q4 业绩，否极泰来 2021 可期

Q4 支架销售受集采及渠道去库存影响较大，业绩低于预期。根据业绩预告区间中间值计算，公司 2020 全年实现归母净利润 18.55 亿（+7.5%），实现扣非归母净利润 14.89 亿（+20%），其中 Q4 单季度实现归母净利润-1.18 亿（-204.6%），扣非业绩为-1.08 亿，去年同期为-0.88 亿。预计 2021Q1 扣非业绩为 5.45 亿（+45%）。Q4 单季度业绩不及预期，净亏损主要由于全国支架集采于 11 月初开标，在降价幅度较大的预期下，经销商 Q4 采购量大幅降低，等待不确定性落地，公司亦主动控制发货消化渠道库存，同时对于渠道中已售但未植入的支架，公司可能通过退货或价格调整进行处理，因而形成了大额损失计提。

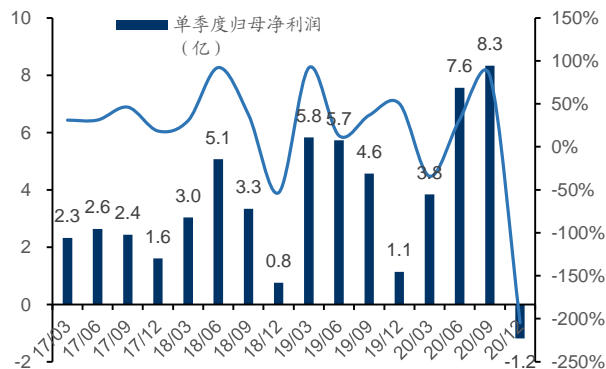
21Q1 增速较高，创新器械、IVD、药品板块有望高增长。公司公告 2021Q1 业绩预告，预计实现扣非归母净利润 4.88~6.01 亿（+30%~60%）。随着冠脉支架集采已经落地，对金属支架的业绩影响预计将会体现，但介入无植入的创新产品可降解支架、药物球囊、切割球囊增长显著，支架板块整体影响正在逐步减少；IVD 及人工智能板块增长态势良好；药品板块集采已经对收入端的影响基本消化，同比口径预计恢复高增长态势。同时考虑到 2020 年 Q1 受疫情影响较大，基数相对较低，因而今年 Q1 有望实现高增长。考虑到目前公司运营仅 1 个月，未来两月经营情况仍然可能受到疫情不确定性的影响，公司的业绩预告口径也相对较宽，但总体恢复稳健增长趋势的确定性较高。

图 1：乐普医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



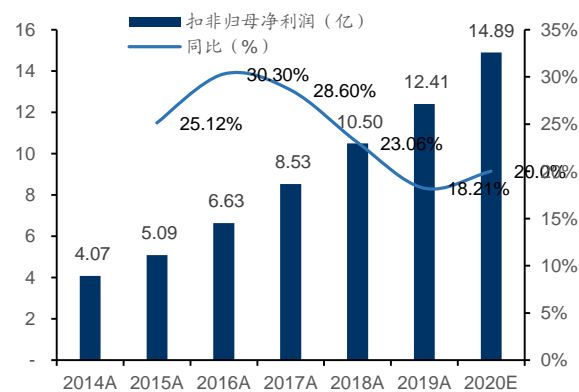
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
 注：2020 年净利润根据业绩预告区间中间值预测

图 2：乐普医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



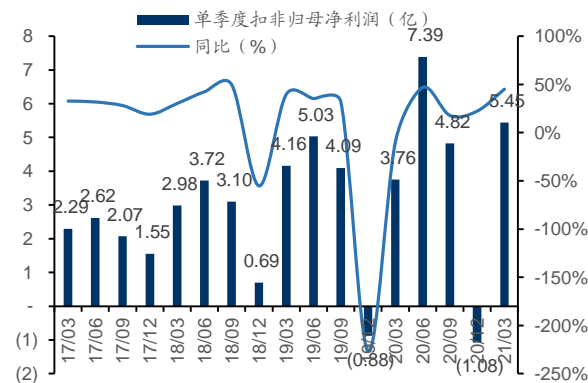
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
 注：2020Q4 净利润根据业绩预告区间中间值预测

图 3：乐普医疗扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
 注：2020 年扣非业绩根据业绩预告区间中间值预测

图 4：乐普医疗单季扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）

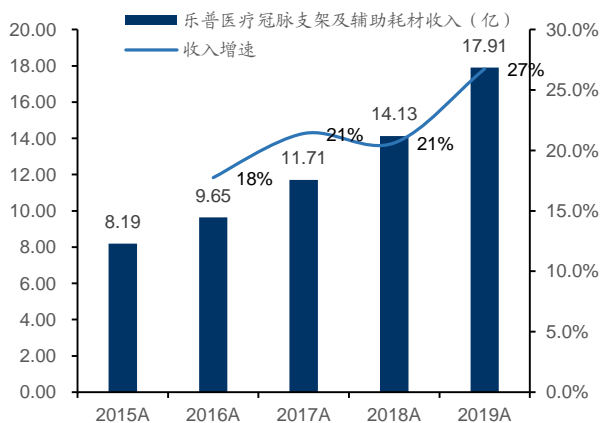


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
 注：2020 年 Q4 及 2021 年 Q1 扣非业绩根据业绩预告区间中间值预测

投资价值分析：集采落地利空出尽，悲观预期预计已充分释放

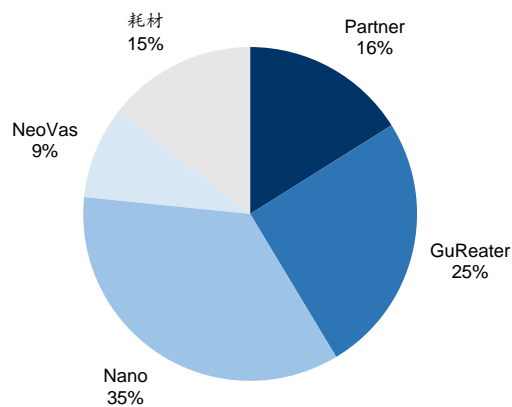
集采影响：不锈钢支架未纳入集采，创新产品有望放量。公司 2019 年冠脉支架产品实现收入 15.31 亿元，其中 NeoVas 生物可吸收支架占比 10.24%，收入约 1.6 亿元；金属支架中 Nano 支架（不锈钢）占比 46%，收入约 6.3 亿元，我们预计 GuReater 支架在金属支架中占比三分之一，收入约 4.5 亿元，Partner 支架（不锈钢）占比约 20%，收入约 2.9 亿元。GuReater 支架本次集采降价后，预计收入和利润规模均有较大下降，影响公司净利润预计约 1.1~1.3 亿元（假设不考虑销量增长）。不锈钢支架价格策略目前仍存在不确定性，预计会在一定幅度上跟随降价，但价格灵活度较高，预计也会对公司净利润造成一定影响，但影响程度可能低于 GuReater 支架，且 GuReater 支架作为行业龙头产品和前五名中标品种亦有望通过集采进一步扩大份额。公司生物可吸收支架、药物涂层球囊、切割球囊在治疗理念和治疗效果上较金属支架具有一定优势，在金属支架集采后有望进一步放量，弥补金属支架集采利润损失。

图 5：乐普医疗冠脉支架及耗材收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

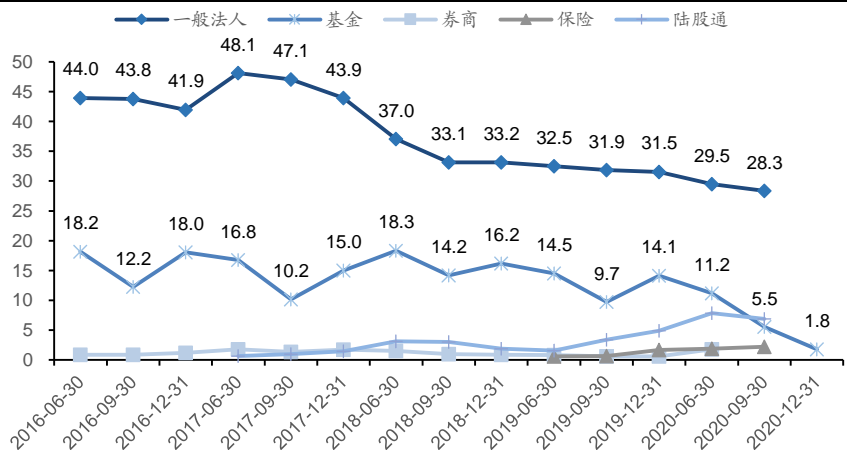
图 6：乐普医疗冠脉支架类产品收入构成



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

集采预期充分消化，机构持仓比例已经处于历史低位。根据 Wind 机构持仓数据统计，截止 2020 年末，基金对公司持股比例已经降至 1.77% 的历史低位。机构持仓比例的下降反映了此前对药品与支架集采的悲观预期，市场对未来公司所受影响不确定性的担忧。目前支架集采已经落地，政策不确定性出清，药品与器械的集采影响带来的悲观预期预计已经基本消化。

图 7: 乐普医疗机构持股比例变化情况 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理
注:基金持股季报数据为不完全统计,持股比例分母为流通股本

心血管全产业链龙头本色不改, 历经集采表现出较强的抗风险能力。公司多年来深耕心血管领域, 在器械、药品、服务等领域建立起了丰富的产品线、研发管线, 优质的渠道资源、品牌优势。历经药品和支架多轮集采的挑战, 尽管对公司业绩带来一定冲击, 但整体上公司表现出了较强的韧性和抗风险能力。公司的研发能力、销售能力、管理能力仍然具有较强的竞争力。

围绕心血管器械持续加大研发投入, 新产品上市放量均值得期待。公司近年来研发投入力度较大, 在“研发一代、注册一代、生产销售一代”的策略下已形成了良好的梯度化产品线与研发管线。2019 年研发支出 6.31 亿元, 2020 年前三季度达到 4.66 亿元, 其中心血管器械领域是公司研发投入的主要方向, 目前已经在冠脉介入、外周血管、结构性心脏病、心衰管理、心脏节律管理、心电生理管理等领域建立起完整的布局。介入无植入三大产品——可降解支架、药物球囊、切割球囊均已经获批上市, 新一代升级产品也已在研。公司有望通过研发与销售迭代能力优势, 持续推出创新心血管器械产品。

表 1: 乐普医疗心血管器械主要产品及在研产品布局

产品线大类	应用场景	产品分类	产品名称	产品状态		
冠脉系列产品	临床治疗	介入配件	导丝/导管/鞘管/Y 阀/压力泵/压迫器/注射器 超硬导丝	/		
		药物支架	Partner/GuReater/Nano 金属药物支架	取证		
			NeoVas 完全可吸收药物支架	取证		
		特种球囊	药物涂层冠脉球囊导管	取证		
			切割球囊	取证*		
			冠脉小血管药物球囊	临床试验		
			ACS 药物球囊	型检阶段		
			PTCA 药物球囊	型检阶段		
		医院诊断	医院诊断	心电图机	人工智能静态心电图辅助诊断软件 AI-ECG Platform	取证 (FDA/CE/NMPA)
					人工智能心电图机 OmniECG B120AI	取证
	动态心电图辅助诊断软件 AI-ECGTracker			取证 (FDA/CE), 型检阶段 (NMPA)		
监护仪	床旁监护中央 AI 系统			研制阶段		
	人工智能监护仪			研制阶段		
血管造影机	Vicor-CV Robin C/Robin F 型 DSA 设备			取证		
	Vicor-CVSwift 型 DSA 设备			取证		
	Vicor-AE 医学图像处理软件			技术审评		
家庭监护	家庭监护			血糖产品系列	血糖仪	取证
					血糖与酮体检测仪	取证
			连续血糖监测系统 CGM	研制阶段		
			糖化血红蛋白检测仪	研制阶段		

		血压产品系列	上臂式/智能臂筒式/腕式血压仪	取证
		血脂产品系列	血脂分析仪	取证
			凝血分析仪	取证
		血氧产品系列	指夹式/手持式/台式/脉搏波分析系统	取证
		心电产品系列	单贴/2贴心电	取证
			连续动态心电系统	取证
外周系列产品	临床治疗	支架	全降解胆道支架/生物可吸收外周血管药物洗脱支架系统	研制阶段
		球囊	外周球囊	取证
			膝下球囊	取证
			非顺应性外周球囊导管	取证
		药物球囊	PTA 药物球囊/膝下 PTA 药物球囊/膝下小血管用药物涂层球囊	型检阶段
			非顺应性 PTA 药物球囊导管	型检阶段
		特殊球囊	脉冲声波球囊	型检阶段
			外周切割球囊	研制阶段
结构性心脏病系列产品	临床治疗	经导管主动脉瓣膜置换术	经导管植入式人工心脏瓣膜 3.0	型检
			经导管主动脉瓣狭窄治疗系统	研制阶段
		经导管二尖瓣置换系统	经导管二尖瓣置换系统	研制阶段
		二尖瓣修复系统	经心尖二尖瓣修复系统	型检
			经导管二尖瓣修复系统	研制阶段
		机械人工心脏瓣膜	单叶式机械心脏瓣膜	取证
			双叶式机械心脏瓣膜	取证
		心脏封堵器	房间隔缺损封堵器	取证
			室间隔缺损封堵器	取证
			动脉导管未闭封堵器	取证
			纳米膜房间隔缺损封堵器	注册发补阶段
			无膜双腰封堵器	注册发补阶段
			左心耳封堵器	取证
			纳米膜室间隔缺损封堵器	注册申报阶段
			纳米膜动脉导管未关闭封堵器	注册申报阶段
			完全可降解室间隔封堵器	临床试验
			完全可降解房间隔缺损封堵器	型检
			完全可降解 PFO 封堵器	临床试验
			完全可降解左心耳封堵器	研制阶段
心衰管理系列产品	临床治疗	左心耳辅助装置		研制阶段
		心房分流器		临床
		植入式心脏再同步治疗起搏器		研制阶段
		植入式心脏再同步复律除颤器		研制阶段
		植入式心肌收缩调节器		研制阶段
心脏节律管理系列产品	临床治疗	植入式心脏起搏器	Qinming2312 单腔起搏器	取证
			Qinming8631D/DR 系列双腔起搏器	取证
			2352 双腔起搏系统分析仪	取证
			QM7231、QM7222、QM7211 起搏电极导管	取证
			Qinming8632 全自动起搏器	型检
			兼容核磁共振全自动起搏器	研制
		植入式心脏复律除颤器	植入式心脏复律除颤器	研制
心电生理系列产品	临床产品	超声	肾动脉超声消融导管及设备	型检阶段
		射频	心脏射频消融导管	取证
			肾动脉射频消融导管及设备	研制阶段
			静脉腔内射频闭合导管及设备	研制阶段
			射频心房分流器导管及设备	研制阶段
			射频静脉吻合导管及设备	研制阶段
		冷冻	冷冻球囊导管及设备	研制阶段
		标测	电生理标测导管	取证

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

注: 研发进度截止 2020 年中报, 切割球囊已于 2020 年末获批

盈利预测：考虑到集采对 Q4 及未来利润的影响，下调盈利预测

器械板块：集采预期影响 Q4 支架销售，预计全年支架板块收入有所下滑，考虑到集采带来的金属支架大幅降价，预计 2021 年支架收入口径进一步下滑。但可降解支架有望在金属支架集采后显著放量。此外，药物球囊、左心耳封堵器今年年中获批，切割球囊年底获批，预计均已经实现销售收入。考虑到创新器械单价较高，预计能够对冲金属支架集采带来的部分影响。此外，IVD 及家用医疗器械 2020 年增速较高，预计未来 2 年进入 25~30% 的稳健增长区间。我们预计 2020~2022 年器械板块收入 44.3/48.7/63.2 亿元，同比增长 22%/10%/30%，此前预测为 46.3/53.1/68.0 亿元，同比增长 28%/15%/28%。

药品板块：氯吡格雷与阿托伐他汀 2020 全年受集采影响降价幅度较大，收入端受到显著影响。但 2021 年收入口径可比，预计增速将恢复良性增长区间。预计药品板块 2020~2022 年收入 38.1/45.5/54.1 亿元，同比增速为 -0.9%/19.2%/18.9%，维持此前预测。

费用端：预计药品板块集采后销售费用有较大下降，2021 年支架集采落地后，也会带来销售费用的下降，但同时新产品加大推广力度，预计也会带来销售费用的一定增长。公司预计 2020 年加大研发投入，研发费用可能有所提升，后续预计仍将保持较高的研发投入强度。资产负债率持续下降，预计公司财务费用率将小幅下降。

盈利预测：综合来看，Q4 支架业务的销售下滑和资产减值导致我们对 2020 全年的收入和盈利预期向下调整。主要考虑到集采对利润端的影响，我们对 2021~22 年收入和盈利预测也进行了下调。但同时创新产品的放量预计会部分对冲消极影响。（风险提示：新产品处于导入期，增速预测的判断具有较大不确定性）。预计公司 2020~2022 年收入为 85.45/97.58/120.98 亿（此前预测为 87.41/101.99/125.79 亿），同比增速为 10/14/24%。预计 2020~2022 年归母净利润为 18.77/23.20/29.61 亿元（此前预测为 22.56/26.81/34.22 亿元），同比增速为 8.8%/23.6%/27.6%。

表 2: 乐普医疗收入及盈利预测模型

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	27.69	34.68	45.38	63.56	77.96	85.45	97.58	120.98
器械板块	17.96	21.08	25.21	29.07	36.23	44.31	48.72	63.22
支架系统	9.26	10.12	12.33	14.13	17.91	16.12	11.73	16.52
金属支架及辅助耗材	8.19	9.65	11.71	14.13	16.32	14.32	7.49	8.56
可降解支架					1.59	1.80	4.24	7.96
新型介入诊疗业务	2.72	4.06	4.84	5.11	6.07	6.37	9.56	12.42
外科器械	0.61	1.39	2.21	2.48	3.43	4.29	5.37	6.71
体外诊断	1.39	2.07	2.78	3.20	3.96	12.68	16.48	21.43
代理配送	3.99	3.43	3.06	4.15	4.85	4.85	5.58	6.14
药品	8.78	11.55	17.42	31.72	38.49	38.14	45.46	54.07
氯吡格雷	1.98	4.42	6.80	11.80	11.28	10.15	9.13	8.22
阿托伐他汀钙	0.63	1.67	3.64	8.85	12.46	13.08	16.35	19.62
其他制剂	1.08	1.38	3.27	5.84	8.15	8.96	12.54	16.93
原料药	5.09	4.08	3.71	5.23	6.61	5.95	7.43	9.29
医疗服务	0.85	1.44	2.13	2.24	2.65	2.20	2.40	2.50
策略性业务	0.10	0.60	0.61	0.53	0.59	0.80	1.00	1.20
增速								
营业收入	65.9%	25.2%	30.9%	40.1%	22.6%	9.6%	14.2%	24.0%
器械板块	22.0%	17.3%	19.6%	15.3%	24.6%	22.3%	9.9%	29.8%
支架系统	10.7%	9.4%	21.7%	14.6%	26.8%	-10.0%	-27.2%	40.8%
金属支架	19.4%	17.7%	21.4%	20.6%	15.5%	-12.3%	-47.7%	14.2%
可降解支架						12.9%	135.6%	87.8%
新型介入诊疗业务	124.4%	49.5%	19.0%	5.7%	18.7%	5.0%	50.0%	30.0%
外科器械		127.7%	59.2%	12.3%	38.5%	25.0%	25.0%	25.0%
体外诊断	127.9%	48.8%	34.6%	15.0%	23.8%	220.0%	30.0%	30.0%
代理配送	-12.1%	-14.0%	-10.8%	35.5%	16.9%	0.0%	15.0%	10.0%
药品	390.8%	31.6%	50.8%	82.1%	21.3%	-0.9%	19.2%	18.9%
氯吡格雷		123.1%	53.9%	73.5%	-4.4%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
阿托伐他汀钙		167.2%	117.6%	143.3%	40.8%	5.0%	25.0%	20.0%
其他制剂		27.6%	136.8%	78.6%	39.5%	10.0%	40.0%	35.0%
原料药		-19.8%	-9.2%	41.0%	26.3%	-10.0%	25.0%	25.0%
毛利率	55.32%	60.95%	67.23%	72.75%	72.23%	67.40%	68.93%	69.59%
器械	63.97%	62.32%	67.01%	68.41%	68.03%	67.0%	69.0%	70.0%
药品	39.44%	62.33%	71.34%	79.30%	78.69%	69.0%	70.0%	70.0%
归母净利润	5.21	6.79	8.99	12.19	17.25	18.77	23.20	29.61
净利率	18.8%	19.6%	19.8%	19.2%	22.1%	22.0%	23.8%	24.5%
增速		30.4%	32.4%	35.5%	41.6%	8.8%	23.6%	27.6%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测

投资建议: 支架集采落地, 创新产品放量可期, 维持“买入”评级。金属支架集采不确定性出清, 创新器械产品线有望打开成长空间。考虑集采、疫情、非经常性损益等综合影响, 预计公司 2020~2022 年收入为 85.45/97.58/120.98 亿(此前预测为 87.41/101.99/125.79 亿), 同比增速为 10/14/24%。预计 2020~2022 年归母净利润为 18.77/23.20/29.61 亿元(此前预测为 22.56/26.81/34.22 亿元), 同比增速为 8.8%/23.6%/27.6%。对应当前股价 PE 为 26/21/16X, 维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210129	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评 级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
300003	乐普医疗	26.90	485	0.96	1.04	1.29	1.64	28.1	25.9	20.9	16.4	23.1	1.3	买入
600276	恒瑞医药	103.76	5532	1.00	1.33	1.74	2.23	103.8	78.0	59.6	46.5	21.5	2.5	买入
300760	迈瑞医疗	448.39	5451	3.85	5.28	6.33	7.61	116.5	84.9	70.8	58.9	25.2	3.3	买入
002223	鱼跃医疗	27.78	278	0.75	1.45	1.27	1.53	37.0	19.2	21.9	18.2	12.4	0.7	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1954	2142	2446	3032	营业收入	7796	8545	9758	12098
应收款项	2316	2539	2899	3595	营业成本	2165	2786	3032	3679
存货净额	1005	1287	1380	1683	营业税金及附加	96	105	120	149
其他流动资产	258	260	281	372	销售费用	2172	2051	2322	2879
流动资产合计	5634	6329	7108	8784	管理费用	1130	1358	1425	1789
固定资产	2137	2908	3447	3855	财务费用	280	209	184	160
无形资产及其他	1483	2002	2578	3218	投资收益	195	(40)	0	0
投资性房地产	6155	6155	6155	6155	资产减值及公允价值变动	368	250	100	100
长期股权投资	516	501	487	472	其他收入	(554)	0	0	0
资产总计	15926	17895	19775	22484	营业利润	1961	2245	2774	3541
短期借款及交易性金融负债	2823	4277	5891	7014	营业外净收支	102	0	0	0
应付款项	822	1098	1191	1422	利润总额	2063	2245	2774	3541
其他流动负债	1465	1951	2077	2480	所得税费用	339	369	456	583
流动负债合计	5111	7325	9159	10915	少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(3)
长期借款及应付债券	2458	958	(542)	(1542)	归属于母公司净利润	1725	1877	2320	2961
其他长期负债	353	428	516	609					
长期负债合计	2811	1386	(26)	(933)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7921	8711	9133	9982	净利润	1725	1877	2320	2961
少数股东权益	522	521	520	518	资产减值准备	162	35	74	66
股东权益	7483	8663	10122	11984	折旧摊销	284	287	353	403
负债和股东权益总计	15926	17895	19775	22484	公允价值变动损失	(368)	(250)	(100)	(100)
					财务费用	280	209	184	160
关键财务与估值指标					营运资本变动	(985)	365	(93)	(297)
每股收益	0.97	1.04	1.29	1.64	其它	(163)	(36)	(76)	(67)
每股红利	0.38	0.39	0.48	0.61	经营活动现金流	656	2278	2479	2966
每股净资产	4.20	4.80	5.61	6.64	资本开支	(1579)	(1362)	(1442)	(1417)
ROIC	16%	15%	17%	19%	其它投资现金流	147	0	0	0
ROE	23%	22%	23%	25%	投资活动现金流	(886)	(1347)	(1427)	(1402)
毛利率	72%	67%	69%	70%	权益性融资	3	0	0	0
EBIT Margin	29%	26%	29%	30%	负债净变化	(164)	(1500)	(1500)	(1000)
EBITDA Margin	32%	30%	33%	33%	支付股利、利息	(669)	(697)	(861)	(1099)
收入增长	23%	10%	14%	24%	其它融资现金流	1628	1454	1614	1123
净利润增长率	42%	9%	24%	28%	融资活动现金流	(36)	(743)	(747)	(977)
资产负债率	53%	52%	49%	47%	现金净变动	(266)	188	304	587
息率	1.4%	1.5%	1.8%	2.3%	货币资金的期初余额	2220	1954	2142	2446
P/E	27.8	25.9	20.9	16.4	货币资金的期末余额	1954	2142	2446	3032
P/B	6.4	5.6	4.8	4.1	企业自由现金流	(415)	1165	1206	1698
EV/EBITDA	22.2	22.6	18.0	14.6	权益自由现金流	1049	944	1166	1687

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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