

2014年10月30日

上海医药 (601607)

——三季度收入与利润增长如期提速，当前仍是大好介入时机

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

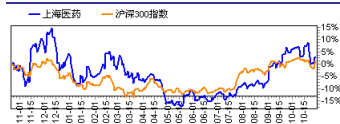
维持

| 市场数据： 2014年10月29日 | |
|-------------------|-------------|
| 收盘价(元) | 14.44 |
| 一年内最高/最低(元) | 16.81/11.64 |
| 上证指数/深证成指 | 2373/8091 |
| 市净率 | 1.4 |
| 息率(分红/股价) | 1.80 |
| 流通A股市值(百万元) | 27767 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： 2014年09月30日 | |
|-------------------|-----------|
| 每股净资产(元) | 10.08 |
| 资产负债率% | 53.07 |
| 总股本/流通A股(百万) | 2689/1923 |
| 流通B股/H股(百万) | -/766 |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《上海医药(601607)调研报告——2014年下半年收入与利润增速均有望明显提升，当前是介入机会》

2014/09/14

《上海医药(601607)——扣非后净利润增长 5.79%，基本符合预期》

2014/08/29

证券分析师

罗佳荣 A0230513070006
luojr@swsresearch.com

联系人

周子露
(8621)23297818x7456
zhouzi@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

| | 营业收入 | 增长率 | 净利润 | 增长率 | 每股收益 | 毛利率 | 净资产收益率 | 市盈率 | EV/EBITDA |
|--------|--------|-----|------|-----|------|------|--------|-----|-----------|
| 2013 | 78223 | 15 | 2243 | 9 | 0.83 | 13.1 | 8.6 | 17 | 10 |
| 14Q1-3 | 68726 | 18 | 1913 | 16 | 0.71 | 12.3 | 7.1 | | |
| 2014E | 89409 | 14 | 2589 | 15 | 0.96 | 12.4 | 9.1 | 15 | 8 |
| 2015E | 102556 | 14 | 2985 | 15 | 1.11 | 11.8 | 9.5 | 13 | 7 |
| 2016E | 117613 | 14 | 3402 | 11 | 1.27 | 11.2 | 9.7 | 11 | 6 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **三季度单季收入增长 27.7%，扣非后净利润增长 13.9%。**2014 年前三季度公司实现收入 687.3 亿，增长 18.4%，净利润 19.1 亿，增长 16.0%，扣除非经常损益净利为 17.1 亿，增长 8.1%，EPS0.71 元，略高于我们三季报前瞻中预期。第三季度实现收入 247.0 亿，增长 27.7%，净利润 5.95 亿，增长 29.6%，扣除非经常性损益净利为 5.1 亿，增长 13.9%，EPS0.22 元。三季度单季实现每股经营性现金流 0.17 元，同比增长 112.5%，说明公司经营质量较高。
- **医药工业：聚焦大品种与营销改革并举，毛利率有所提升。**2014 年前三季度医药工业实现收入 83.1 亿，增长 2.7%，其中 64 个重点品种实现收入 49.1 亿，增长 4.2%，工业整体毛利率 47.85%，同比提升 1.0 个百分点。预计年销售过亿元产品达到 24 个。前三季度第一生化几个核心产品原料药处于认证阶段，四季度恢复正常后有望拉动工业增速。公司营销改革持续推进，三个销售事业部今年进入运营阶段，所属产品收入增速明显快于整体。参股子公司贡献投资收益下降，其中罗氏小幅下降，施贵宝亏损。
- **医药分销收入增长 21.0%，毛利率下滑趋缓。**2014 年前三季度医药分销业务实现收入 608.1 亿，增长 21.0%，毛利率 5.98%。期间费用率略有下降，营业利润率略有提升。积极探索分销新业务模式，药房托管、DTP 等业务收入增速均较快。公司前三季度分销收入增速提升，主要是因为：1) 加强供应链管理，提升服务质量；2) 加强对县级医院和基层医疗机构的开户力度；3) 增加了部分总代理品种。药品零售业务实现收入 24.6 亿，同比增长 9.3%，毛利率 18.9%。公司下属品牌连锁零售药房 1794 家，其中直营店 1214 家。
- **三季度收入与利润增速如期明显提升，有望明显受益于国企改革。**公司董事会换届选举形成了以楼定波为首的新一届领导团队，管理层实现平稳过渡。新任管理团队制定了三年规划过千亿的经营目标，收入复合增长率不低于 13.7%，平稳增长可期。新任管理层重视药品营销与内部工业资源整合，中长期看，有利于发挥内部潜力。公司作为上海本地医药企业，有望明显受益于国企体制机制改革。我们维持 14-16 年每股收益 0.96 元、1.11 元、1.27 元，同比增长 15%、15%、11%，对应预测市盈率分别为 15 倍、13 倍、11 倍，当前是 大好介入机会，维持增持评级。

表 1: 公司单季度财务数据比较

| 合并报表 | 单季数据 | 单位 | 2013Q1 | 2013Q2 | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 | 2014Q3 |
|-----------|-------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 营业收入 | 金额 | 百万元 | 19,590 | 19,128 | 19,340 | 20,165 | 21,274 | 22,739 | 24,703 |
| | 同比 | % | 17.60% | 12.76% | 10.35% | 19.10% | 8.60% | 18.88% | 27.73% |
| | 环比 | % | 15.70% | -2.36% | 1.11% | 4.27% | 5.50% | 6.89% | 8.64% |
| 营业成本 | 金额 | 百万元 | 16,975 | 16,608 | 16,922 | 17,475 | 18,549 | 19,885 | 21,858 |
| | 同比 | % | 18.47% | 13.34% | 10.70% | 20.31% | 9.27% | 19.73% | 29.17% |
| | 环比 | % | 16.87% | -2.16% | 1.89% | 3.27% | 6.15% | 7.20% | 9.92% |
| 营业毛利 | 金额 | 百万元 | 2,615 | 2,520 | 2,418 | 2,690 | 2,725 | 2,854 | 2,845 |
| | 同比 | % | 12.28% | 9.09% | 7.95% | 11.80% | 4.21% | 13.25% | 17.66% |
| | 环比 | % | 8.69% | -3.63% | -4.05% | 11.25% | 1.30% | 4.73% | -0.32% |
| | 毛利率 | % | 13.35% | 13.17% | 12.50% | 13.34% | 12.81% | 12.55% | 11.52% |
| 销售费用 | 金额 | 百万元 | 1,104 | 1,111 | 1,043 | 1,149 | 1,134 | 1,182 | 1,220 |
| | 同比 | % | 11.97% | 17.32% | 7.30% | 7.58% | 2.72% | 6.39% | 16.97% |
| | 环比 | % | 3.37% | 0.63% | -6.12% | 10.16% | -1.31% | 4.23% | 3.21% |
| | 销售费用率 | % | 5.64% | 5.81% | 5.39% | 5.70% | 5.33% | 5.20% | 4.94% |
| 管理费用 | 金额 | 百万元 | 663 | 592 | 660 | 813 | 662 | 677 | 722 |
| | 同比 | % | 16.32% | 1.20% | 8.20% | 17.49% | -0.15% | 14.36% | 9.39% |
| | 环比 | % | -4.19% | -10.71% | 11.49% | 23.18% | -18.57% | 2.27% | 6.65% |
| | 管理费用率 | % | 3.38% | 3.09% | 3.41% | 4.03% | 3.11% | 2.98% | 2.92% |
| 财务费用 | 金额 | 百万元 | 32 | 52 | 97 | 52 | 101 | 96 | 128 |
| | 同比 | % | -50.77% | 425.00% | -8.49% | 18.18% | 215.63% | 84.62% | 31.96% |
| | 环比 | % | -27.27% | 62.50% | 86.54% | -46.39% | 94.23% | -4.95% | 33.33% |
| | 财务费用率 | % | 0.16% | 0.27% | 0.50% | 0.26% | 0.47% | 0.42% | 0.52% |
| 资产减值损失 | 金额 | 百万元 | 11 | 63 | 4 | 66 | 11 | 43 | 13 |
| 公允价值变动损益 | 金额 | 百万元 | 0 | 0 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 金额 | 百万元 | 147 | 101 | 154 | 150 | 86 | 213 | 48 |
| 营业利润 | 金额 | 百万元 | 886 | 764 | 715 | 709 | 851 | 1,005 | 750 |
| | 同比 | % | 9.25% | -6.72% | 24.56% | 19.76% | -3.95% | 31.54% | 10.13% |
| | 环比 | % | 49.66% | -13.77% | -6.41% | -0.84% | 20.03% | 18.10% | -25.37% |
| | 营业利润率 | % | 4.52% | 3.99% | 3.70% | 3.52% | 4.00% | 4.42% | 3.04% |
| 营业外收入 | 金额 | 百万元 | 10 | 70 | 31 | 158 | 15 | 96 | 202 |
| 营业外支出 | 金额 | 百万元 | 1 | 20 | 1 | 60 | 10 | 41 | 74 |
| 利润总额 | 金额 | 百万元 | 895 | 814 | 745 | 807 | 855 | 1,062 | 878 |
| | 同比 | % | 7.70% | -6.11% | 22.33% | 3.33% | -4.47% | 30.47% | 23.66% |
| | 环比 | % | 14.60% | -9.05% | -8.48% | 8.32% | 5.95% | 24.21% | -17.33% |
| | 税前利润率 | % | 4.57% | 4.26% | 3.85% | 4.00% | 4.02% | 4.67% | 3.55% |
| 所得税费用 | 金额 | 百万元 | 158 | 154 | 161 | 161 | 177 | 225 | 179 |
| | 有效税率 | % | 17.65% | 18.92% | 21.61% | 19.95% | 20.70% | 21.19% | 20.39% |
| 净利润 | 金额 | 百万元 | 737 | 660 | 584 | 646 | 679 | 836 | 699 |
| | 同比 | % | 8.22% | -0.30% | 16.80% | 4.53% | -7.87% | 26.67% | 25.95% |
| | 环比 | % | 19.26% | -10.45% | -11.52% | 10.62% | 5.11% | 23.12% | -16.39% |
| | 净利润率 | % | 3.76% | 3.45% | 3.02% | 3.20% | 3.19% | 3.68% | 2.83% |
| 少数股东损益 | 金额 | 百万元 | 111 | 97 | 95 | 81 | 92 | 105 | 104 |
| 归母净利润 | 金额 | 百万元 | 626 | 564 | 488 | 565 | 586 | 732 | 595 |
| | 同比 | % | 8.49% | -1.23% | 22.31% | 11.66% | -6.39% | 29.79% | 29.63% |
| | 环比 | % | 23.72% | -9.90% | -13.48% | 15.78% | 3.72% | 24.91% | -18.72% |
| 摊薄EPS | 金额 | 元/股 | 0.23 | 0.21 | 0.18 | 0.21 | 0.22 | 0.27 | 0.22 |
| 扣非归母净利润 | 金额 | 百万元 | 583 | 549 | 447 | 488 | 585 | 612 | 509 |
| 经营活动现金流 | 金额 | 百万元 | -258 | 597 | 214 | 420 | -565 | 836 | 469 |
| 每股经营活动现金流 | 金额 | 元/股 | -0.10 | 0.22 | 0.08 | 0.16 | -0.21 | 0.31 | 0.17 |

资料来源: 公司资料、申万研究

表 2: 公司季度累计财务数据比较

| 合并报表 | 累计数据 | 单位 | 2013Q1 | 2013HI | 2013Q1-3 | 2013A | 2014Q1 | 2014HI | 2014Q1-3 |
|-----------|-------|-----|---------|--------|----------|--------|---------|---------|----------|
| 营业收入 | 金额 | 百万元 | 19,590 | 38,718 | 58,058 | 78,223 | 21,274 | 44,013 | 68,716 |
| | 同比 | % | 17.60% | 15.16% | 13.51% | 14.90% | 8.60% | 13.68% | 18.36% |
| 营业成本 | 金额 | 百万元 | 16,975 | 33,583 | 50,505 | 67,980 | 18,549 | 38,434 | 60,292 |
| | 同比 | % | 18.47% | 15.88% | 14.09% | 15.63% | 9.27% | 14.44% | 19.38% |
| 营业毛利 | 金额 | 百万元 | 2,615 | 5,135 | 7,553 | 10,243 | 2,725 | 5,579 | 8,424 |
| | 同比 | % | 12.28% | 10.69% | 9.80% | 10.32% | 4.21% | 8.65% | 11.53% |
| | 毛利率 | % | 13.35% | 13.26% | 13.01% | 13.09% | 12.81% | 12.68% | 12.26% |
| 销售费用 | 金额 | 百万元 | 1,104 | 2,215 | 3,258 | 4,407 | 1,134 | 2,316 | 3,536 |
| | 同比 | % | 11.97% | 14.59% | 12.15% | 10.92% | 2.72% | 4.56% | 8.53% |
| | 销售费用率 | % | 5.64% | 5.72% | 5.61% | 5.63% | 5.33% | 5.26% | 5.15% |
| 管理费用 | 金额 | 百万元 | 663 | 1,255 | 1,915 | 2,728 | 662 | 1,339 | 2,061 |
| | 同比 | % | 16.32% | 8.66% | 8.50% | 11.03% | -0.15% | 6.69% | 7.62% |
| | 管理费用率 | % | 3.38% | 3.24% | 3.30% | 3.49% | 3.11% | 3.04% | 3.00% |
| 财务费用 | 金额 | 百万元 | 32 | 84 | 181 | 233 | 101 | 197 | 325 |
| | 同比 | % | -50.77% | 71.43% | 16.77% | 17.09% | 215.63% | 134.52% | 79.56% |
| | 财务费用率 | % | 0.16% | 0.22% | 0.31% | 0.30% | 0.47% | 0.45% | 0.47% |
| 资产减值损失 | 金额 | 百万元 | 11 | 74 | 78 | 144 | 11 | 54 | 67 |
| 公允价值变动损益 | 金额 | 百万元 | 0 | 0 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 金额 | 百万元 | 147 | 248 | 402 | 552 | 86 | 299 | 347 |
| 营业利润 | 金额 | 百万元 | 886 | 1,650 | 2,365 | 3,074 | 851 | 1,856 | 2,606 |
| | 同比 | % | 9.25% | 1.23% | 7.30% | 9.94% | -3.95% | 12.48% | 11.80% |
| | 营业利润率 | % | 4.52% | 4.26% | 4.07% | 3.93% | 4.00% | 4.22% | 3.79% |
| 营业外收入 | 金额 | 百万元 | 10 | 80 | 111 | 269 | 15 | 111 | 313 |
| 营业外支出 | 金额 | 百万元 | 1 | 21 | 22 | 82 | 10 | 51 | 125 |
| 利润总额 | 金额 | 百万元 | 895 | 1,709 | 2,454 | 3,261 | 855 | 1,917 | 2,795 |
| | 同比 | % | 7.70% | 0.65% | 6.37% | 5.60% | -4.47% | 12.17% | 15.54% |
| | 税前利润率 | % | 4.57% | 4.41% | 4.23% | 4.17% | 4.02% | 4.36% | 4.07% |
| 所得税费用 | 金额 | 百万元 | 158 | 312 | 473 | 634 | 177 | 402 | 581 |
| | 有效税率 | % | 17.65% | 18.26% | 19.27% | 19.44% | 20.70% | 20.97% | 20.79% |
| 净利润 | 百万元 | 百万元 | 737 | 1,397 | 1,981 | 2,627 | 679 | 1,515 | 2,214 |
| | 同比 | % | 8.22% | 4.02% | 7.49% | 6.75% | -7.87% | 8.45% | 13.42% |
| | 净利润率 | % | 3.76% | 3.61% | 3.41% | 3.36% | 3.19% | 3.44% | 3.22% |
| 少数股东损益 | 金额 | 百万元 | 111 | 208 | 303 | 384 | 92 | 197 | 301 |
| 归母净利润 | 金额 | 百万元 | 626 | 1,190 | 1,678 | 2,243 | 586 | 1,318 | 1,913 |
| | 同比 | % | 8.49% | 3.66% | 8.47% | 9.25% | -6.39% | 10.76% | 16.01% |
| 摊薄EPS | 金额 | 元/股 | 0.23 | 0.44 | 0.62 | 0.83 | 0.22 | 0.49 | 0.71 |
| 扣非归母净利润 | 金额 | 百万元 | 583 | 1,132 | 1,579 | 2,067 | 585 | 1,197 | 1,706 |
| 经营活动现金流 | 金额 | 百万元 | -258 | 339 | 553 | 973 | -565 | 271 | 740 |
| 每股经营活动现金流 | 金额 | 元/股 | -0.10 | 0.13 | 0.21 | 0.36 | -0.21 | 0.10 | 0.28 |
| 应收票据 | 金额 | 百万元 | 1,076 | 1,071 | 1,023 | 1,383 | 1,233 | 1,161 | 1,144 |
| 应收账款 | 金额 | 百万元 | 16,069 | 16,076 | 16,672 | 15,184 | 17,682 | 20,786 | 22,581 |
| | 周转天数 | 天 | 74 | 75 | 78 | 70 | 75 | 85 | 89 |
| 其他应收款 | 金额 | 百万元 | 866 | 1,004 | 1,008 | 858 | 912 | 970 | 833 |
| 存货 | 金额 | 百万元 | 8,732 | 9,264 | 9,770 | 10,997 | 11,147 | 11,887 | 12,192 |
| | 周转天数 | 天 | 46 | 50 | 52 | 58 | 54 | 56 | 55 |

资料来源：公司资料、申万研究

合并损益表

| 百万元 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入 | 78,223 | 89,409 | 102,556 | 117,613 |
| 工业 | 10,709 | 11,244 | 12,143 | 13,115 |
| 分销 | 68,012 | 78,213 | 89,945 | 103,437 |
| 零售 | 2,992 | 3,441 | 3,957 | 4,551 |
| 其他 | 379 | 379 | 379 | 379 |
| 内部抵消 | 3,868 | 3,868 | 3,868 | 3,868 |
| 营业总成本 | 75,698 | 86,094 | 98,705 | 113,204 |
| 营业成本 | 67,980 | 78,326 | 90,449 | 104,385 |
| 工业 | 5,561 | 5,847 | 6,339 | 6,872 |
| 分销 | 63,897 | 73,599 | 84,819 | 97,748 |
| 零售 | 2,385 | 2,743 | 3,154 | 3,628 |
| 其他 | 3,863 | 3,863 | 3,863 | 3,863 |
| 营业税金及附加 | 206 | 235 | 270 | 309 |
| 销售费用 | 4,407 | 4,467 | 4,742 | 5,066 |
| 管理费用 | 2,728 | 2,641 | 2,793 | 2,959 |
| 财务费用 | 233 | 415 | 430 | 440 |
| 资产减值损失 | 144 | 10 | 22 | 46 |
| 公允价值变动损益 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 552 | 351 | 403 | 464 |
| 营业利润 | 3,074 | 3,665 | 4,254 | 4,873 |
| 营业外收支 | 187 | 187 | 187 | 187 |
| 利润总额 | 3,261 | 3,852 | 4,441 | 5,060 |
| 所得税 | 634 | 820 | 945 | 1,076 |
| 净利润 | 2,627 | 3,032 | 3,496 | 3,984 |
| 少数股东损益 | 384 | 443 | 511 | 582 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 2,243 | 2,589 | 2,985 | 3,402 |

资料来源:申万研究

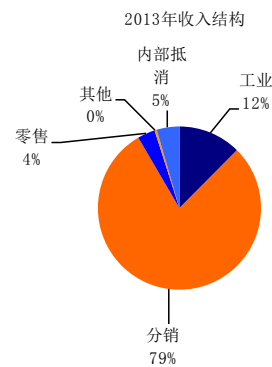
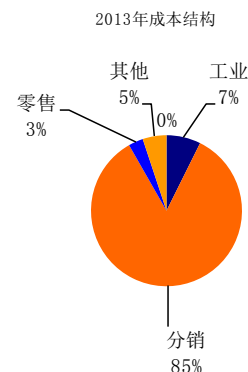
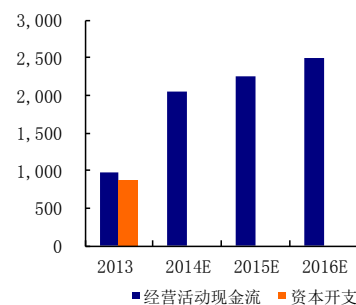
合并现金流量表

| 百万元 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润 | 2,627 | 3,032 | 3,496 | 3,984 |
| 加: 折旧摊销减值 | 745 | 305 | 317 | 341 |
| 财务费用 | 428 | 415 | 430 | 440 |
| 非经营损失 | (576) | (351) | (403) | (464) |
| 营运资本变动 | (2,249) | (1,348) | (1,588) | (1,813) |
| 其它 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流 | 973 | 2,054 | 2,251 | 2,487 |
| 资本开支 | 869 | 0 | 0 | 0 |
| 其它投资现金流 | 251 | 351 | 403 | 464 |
| 投资活动现金流 | (893) | 351 | 403 | 464 |
| 吸收投资 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 1,090 | 58 | 84 | 84 |
| 支付股利、利息 | 1,284 | 415 | 430 | 440 |
| 其它融资现金流 | (563) | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | (722) | (357) | (346) | (355) |
| 净现金流 | (656) | 2,048 | 2,309 | 2,596 |

资料来源:申万研究

关键假设

| | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------|------|-------|-------|-------|
| 工业收入增速 | 8% | 5% | 8% | 8% |
| 分销收入增速 | 15% | 15% | 15% | 15% |
| 工业毛利率 | 48% | 48% | 48% | 48% |
| 分销毛利率 | 6% | 6% | 6% | 6% |
| 销售费用率 | 13% | 12% | 12% | 11% |
| 管理费用率 | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 投资收益 | 552 | 351 | 403 | 464 |
| 营业外收入 | 269 | 269 | 269 | 269 |
| 有效税率 | 23% | 23% | 23% | 23% |

收入结构

成本结构

资本开支与经营活动现金流


合并资产负债表

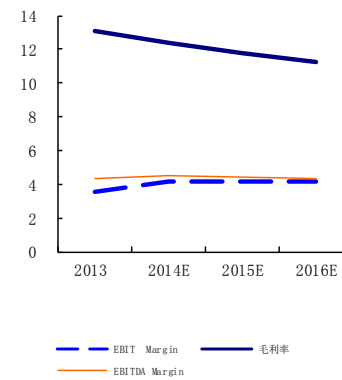
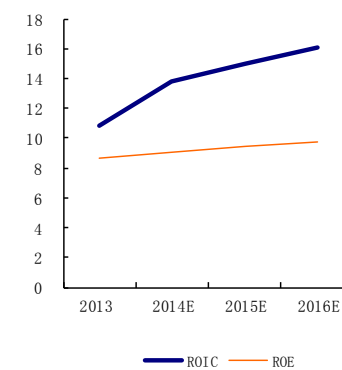
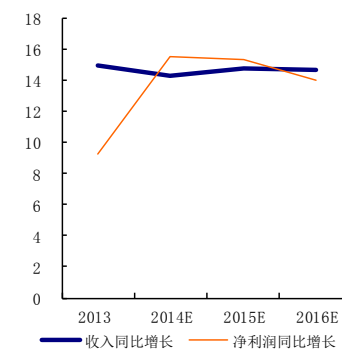
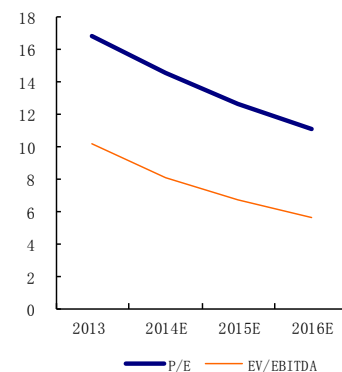
| 百万元 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 42,515 | 48,642 | 55,730 | 63,786 |
| 现金及等价物 | 12,979 | 15,026 | 17,335 | 19,931 |
| 应收款项 | 18,170 | 20,543 | 23,321 | 26,482 |
| 存货净额 | 10,997 | 12,703 | 14,704 | 17,003 |
| 其他流动资产 | 370 | 370 | 370 | 370 |
| 长期投资 | 2,846 | 2,846 | 2,846 | 2,846 |
| 固定资产 | 4,810 | 4,544 | 4,278 | 4,012 |
| 无形资产及其他资产 | 6,141 | 6,111 | 6,081 | 6,052 |
| 资产总计 | 56,312 | 62,143 | 68,935 | 76,696 |
| 流动负债 | 25,699 | 28,414 | 31,626 | 35,318 |
| 短期借款 | 5,924 | 5,898 | 5,898 | 5,898 |
| 应付款项 | 18,103 | 20,845 | 24,057 | 27,749 |
| 其它流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 1,612 | 1,696 | 1,780 | 1,865 |
| 负债合计 | 27,311 | 30,110 | 33,406 | 37,183 |
| 股本 | 2,689 | 2,689 | 2,689 | 2,689 |
| 资本公积 | 14,174 | 14,174 | 14,174 | 14,174 |
| 盈余公积 | 857 | 921 | 994 | 1,078 |
| 未分配利润 | 8,233 | 10,759 | 13,671 | 16,989 |
| 少数股东权益 | 3,047 | 3,490 | 4,001 | 4,583 |
| 股东权益 | 29,001 | 32,033 | 35,529 | 39,512 |
| 负债和股东权益合计 | 56,312 | 62,143 | 68,935 | 76,696 |

资料来源:申万研究

重要财务指标

| | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.83 | 0.96 | 1.11 | 1.27 |
| 每股经营现金流 | 0.36 | 0.76 | 0.84 | 0.93 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产 | 9.65 | 10.62 | 11.73 | 12.99 |
| 关键运营指标(%) | | | | |
| ROIC | 10.8 | 13.8 | 15.0 | 16.0 |
| ROE | 8.6 | 9.1 | 9.5 | 9.7 |
| 毛利率 | 13.1 | 12.4 | 11.8 | 11.2 |
| EBITDA Margin | 4.3 | 4.5 | 4.5 | 4.4 |
| EBIT Margin | 3.5 | 4.2 | 4.2 | 4.1 |
| 收入同比增长 | 14.9 | 14.3 | 14.7 | 14.7 |
| 净利润同比增长 | 9.3 | 15.4 | 15.3 | 14.0 |
| 资产负债率 | 48.5 | 48.5 | 48.5 | 48.5 |
| 净资产周转率 | 3.01 | 3.13 | 3.25 | 3.37 |
| 总资产周转率 | 1.39 | 1.44 | 1.49 | 1.53 |
| 有效税率 | 23.4 | 23.4 | 23.4 | 23.4 |
| 股息率 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值指标(倍) | | | | |
| P/E | 16.8 | 14.5 | 12.6 | 11.1 |
| P/B | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EV/Sale | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.2 |
| EV/EBITDA | 10.1 | 8.0 | 6.7 | 5.6 |

资料来源:申万研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。