

辅料行业迎来整合大潮 公司领军地位不断强化

2018年10月18日

投资要点

- ❖ **公司是国内辅料行业龙头企业，业绩增长加速。**公司拥有 22 个药用辅料品种，40 余个规格，其中微晶纤维素和硬脂酸镁等产品的市占率居行业首位。公司近期发布 2018Q1-3 业绩预告，净利润实现 40%-60% 的增长，增速较上半年进一步提升。股权结构方面，公司董事长尹正龙先生为公司的实际控制人，合计持有公司股份 26.69%。
- ❖ **一致性评价叠加关联审评审批，辅料行业集中度有望提升。**目前我国辅料行业仍呈现小、散、乱的格局，按照药用辅料行业占下游制剂总产值 3% 估算，固体辅料市场规模 150 亿-200 亿元，行业增速与下游制剂基本一致，而公司市占率不到 3%。但我们认为仿制药一致性评价和关联审评审批政策有望推动国内辅料行业升级和整合：1) 企业为了确保通过一致性评价，更加倾向于使用品质更高的品牌辅料；2) 与产品质量较高、供应稳定的辅料企业合作可以缩短更换辅料品牌的时间，降低资金成本；3) 一致性评价下，制剂企业对于技术服务的需求明显增加，国内唯有龙头企业才能提供较为全面的技术支持。而相比较于外资企业，国产品牌辅料企业对于技术支持、定制化生产的响应速度更快，而产品价格仅不到进口辅料的 50%，因此公司作为国内辅料龙头市占率有望逐步提升至 10% 以上。叠加国家带量采购政策的推动，未来几年公司业绩有望持续保持 25% 以上的增长。
- ❖ **定制化生产推动产品提价，公司毛利率预计逐步提升。**由于原材料成本的上涨，公司 2017 年毛利率下降 2.89 PCTs，但公司努力从辅料生产商向产品和技术综合服务商转型，高定价、高毛利的定制化产品收入占比不断提升，且国内外辅料价格往往相差 2-3 倍，预计未来国内的辅料定价具有一定的上升空间。此外，目前原材料价格处于相对高位，未来有望逐步回落。公司生产药用辅料消耗的主要原材料如木浆的价格总体处于较高位置，未来有望逐步回落，相关产品的毛利率也有望回升。
- ❖ **外延收购加速行业整合，开拓国际市场打开成长空间。**由于辅料品类较多，差异较大，且受制于地域资源限制，品类扩张存在一定难度，因此公司在 2017 年以 1.06 亿元收购及增资获得曲阜天利 52% 股权，拓展在其他辅料如倍他环糊精上的布局，产品、客户等方面产生了明显协同。曲阜天利 2017-2019 年业绩承诺为 1200 万元、1320 万元、1452 万元，有望超额完成。同时，公司已设立国际贸易部，目前国外的业务收入占比大约为 10%，增速+40%-50%，主要以东南亚、印度、非洲等新兴市场国家市场为主，未来也有望逐步打开欧美市场。我们认为公司布局海外市场一方面将打开新的业绩增长点，另一方面有利于公司品牌价值的打造。
- ❖ **风险因素。**政策落地进度低于预期；原材料涨价的风险；收购整合的风险。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**公司是国内药辅行业龙头企业，一致性评价政策下市占率有较大提升空间，预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.51/0.65/0.85 元，参考可比公司估值并考虑公司高成长性，给予公司 2019 年 30X PE，对应目标价 19.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	286	339	464	564	698
营业收入增长率	11	18	37	22	24
净利润(百万元)	49	50	70	90	118
净利润增长率	10	3	40	28	31
每股收益 EPS(基本)(元)	0.35	0.36	0.51	0.65	0.85
毛利率%	33.8	30.9	32.3	33.4	34.6
净资产收益率 ROE%	12.1	10.1	12.6	14.2	16.1
PE	36	35	25	20	15
PB	3	2	3	3	2
EV/EBITDA	49	48	29	23	18

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 10 月 16 日收盘价



买入（首次）

当前价：12.68 元

目标价：19.50 元

中信证券研究部

田加强

电话：021-20262115

邮件：tianjiaqiang@citics.com

执业证书编号：S1010515070002

刘泽序

电话：021-20262116

邮件：liuzexu@citics.com

执业证书编号：S1010518060001

相对指数表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3170.73 点
总股本/流通股本	139.2/107.6 百万股
近 12 月最高/最低价	31.91 元/12.72 元
近 1 月绝对涨幅	-7.15%
近 6 月绝对涨幅	-29.16%
今年以来绝对涨幅	-36.08%
12 个月日均成交额	53.5 百万元

目录

公司是国内辅料行业龙头企业，业绩增长加速.....	1
一致性评价叠加关联审评审批，辅料行业集中度有望提升.....	2
定制化生产推动产品提价，公司毛利率预计逐步提升.....	3
外延收购加速行业整合，开拓国际市场打开成长空间.....	4
收购曲阜天利加速行业整合，品类和客户协同效应明显.....	4
布局海外打开成长空间，品牌价值逐步增强.....	5
风险因素.....	5
关键假设.....	6
盈利预测.....	6

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司营业收入及净利润及增速	1
图 3: 公司营业收入结构	1
图 4: 公司股权结构.....	2
图 5: 药用辅料功能.....	2
图 6: 国内药用辅料生产企业格局	2
图 7: 一致性评价流程	3
图 8: 公司各品类毛利率情况	4
图 9: 部分辅料产品国内价格 VS 进口价格	4

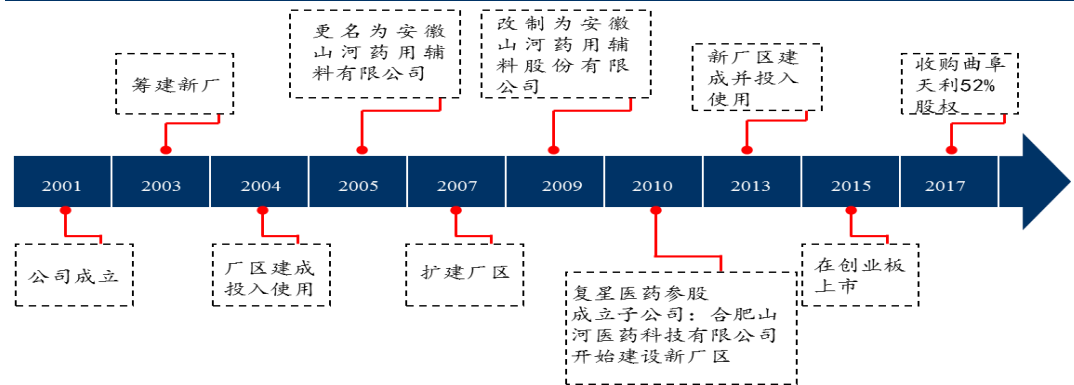
表格目录

表 1: 国内主要口服固体制剂辅料生产企业	5
表 2: 公司经营模型预测表	6
表 3: 公司盈利预测简表	7

公司是国内辅料行业龙头企业，业绩增长加速

公司是国内专业的固体制剂辅料生产企业，专注于药用辅料的研发、生产和销售，主要产品涵盖填充剂、黏合剂、崩解剂、润滑剂、包衣材料等常用口服固体制剂类药用辅料。公司拥有 22 个药用辅料品种，40 余个规格，其中微晶纤维素、羧甲淀粉钠和硬脂酸镁产品的产销量居行业首位。

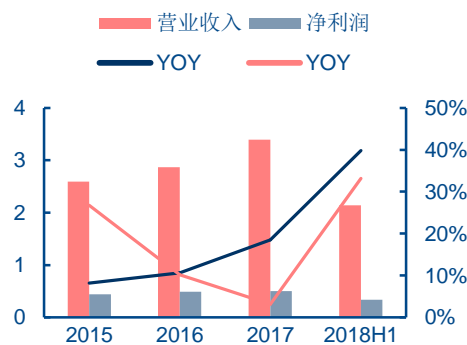
图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，中信证券研究部

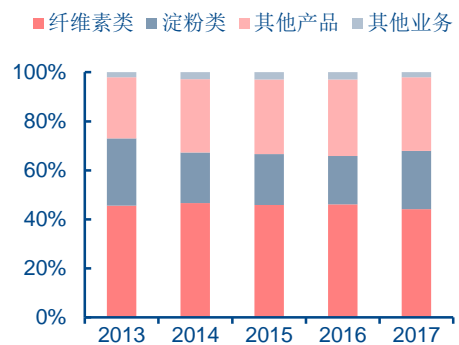
公司近期发布了 2018Q1-3 业绩预告，净利润实现 40%-60% 的增长，增速较上半年进一步提升。我们认为这一方面受益于一致性评价、行业集中度提升带来的收入高速增长，另一方面受益于产品结构调整、提价带来的毛利率提升，同时曲阜天利的并表也对业绩有较大贡献。从收入结构来看，微晶纤维素和羟丙甲纤维素是公司最大的两个单品，2018H1 分别实现收入 0.45 亿元（+44.09%）、0.24 亿元（+60.99%），保持高速增长。

图 2：公司营业收入及净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

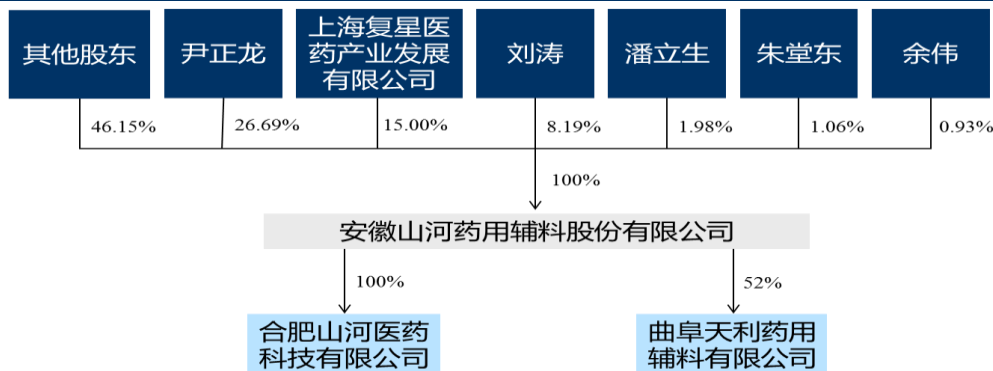
图 3：公司营业收入结构



资料来源：Wind，中信证券研究部

股权结构方面，公司董事长尹正龙先生为公司的实际控制人，合计持有公司股份 26.69%，第二大股东为上海复星医药产业发展有限公司，持股比例 15%。

图 4：公司股权结构

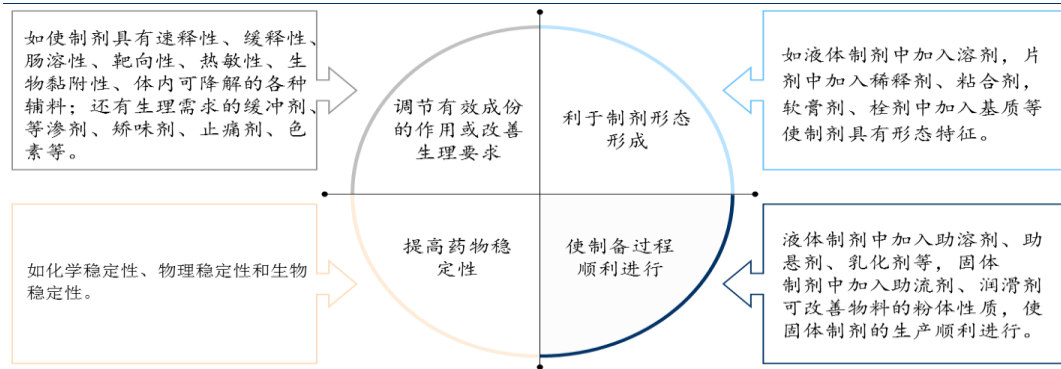


资料来源：Wind，中信证券研究部

一致性评价叠加关联审评审批，辅料行业集中度有望提升

药用辅料系指生产药品和调配处方时使用的赋形剂和附加剂，是除活性成分以外，为了改善药品的安全性、有效性、稳定性、依从性等而加入的物质。目前我国辅料行业仍呈现小、散、乱的格局，辅料稳定性差、品类少，且认可标准参差不齐。据不完全统计，我国现有内资的药用辅料生产企业约 400 家，专业从事辅料生产的企业占比不到 23%。按照药用辅料占下游制剂产值的 3%估算，我国口服固体制剂辅料市场有 150 亿-200 亿元的规模，行业增速与下游制剂基本一致，公司的市占率不到 3%。

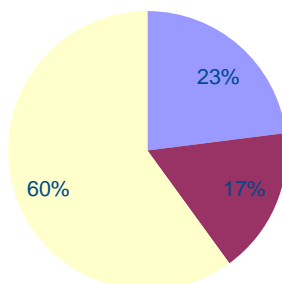
图 5：药用辅料功能



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 6：国内药用辅料生产企业格局

■ 专业药用辅料生产企业 ■ 化工生产企业 ■ 食品加工及其他生产企业



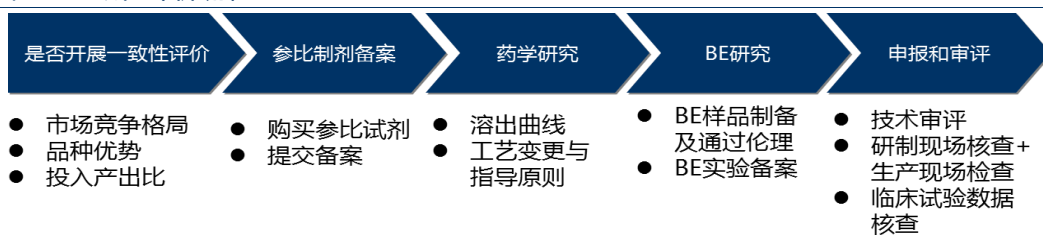
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

但我们认为仿制药一致性评价叠加关联审评审批政策有望推动国内辅料行业升级和整合，品牌辅料生产商的市占率将会提升，中小辅料企业预计将逐步退出：

- 由于辅料是影响药品制剂溶出曲线和药物代谢动力学的重要因素，而一致性评价过程中工艺处方的优化以体外溶出度和体内 BE 一致为最终目标，因此药用辅料的筛选与优化是仿制药一致性评价的关键环节。企业为了确保通过一致性评价，更加倾向于使用品质更高的品牌辅料；
- 在关联审评审批的政策下，辅料质量的主体责任落在了下游制剂企业头上，药用辅料和制剂企业的绑定更加紧密，如通过一致性评价的企业如果想更换辅料需要重新做药学研究，因此企业为了降低辅料的质量风险，缩短更换辅料品牌的时间，减少资金成本，更倾向选择与产品质量较高、供应稳定的辅料企业合作；
- 一致性评价下，制剂企业对于辅料企业的要求不仅是简单的产品提供者，技术服务的需求也在明显增加，处方工艺的优化往往需要辅料企业的共同参与，而国内唯有龙头企业才能摊薄高端技术人员的人力成本，提供较为全面的技术服务。

而相比较于外资企业，国内辅料龙头的技术已经足够成熟，生产的产品质量已经与外资企业没有差异，且国产品牌辅料对于技术服务、定制化生产的响应速度更快，沟通更加便捷，同时国产辅料的价格往往仅是进口辅料的 50%，甚至更低，因此从长期成本的角度看，使用国产辅料的性价比较高。综上分析，我们认为公司作为国内辅料行业龙头面临巨大的发展机遇，市占率有望逐步提升至 10%以上

图 7：一致性评价流程



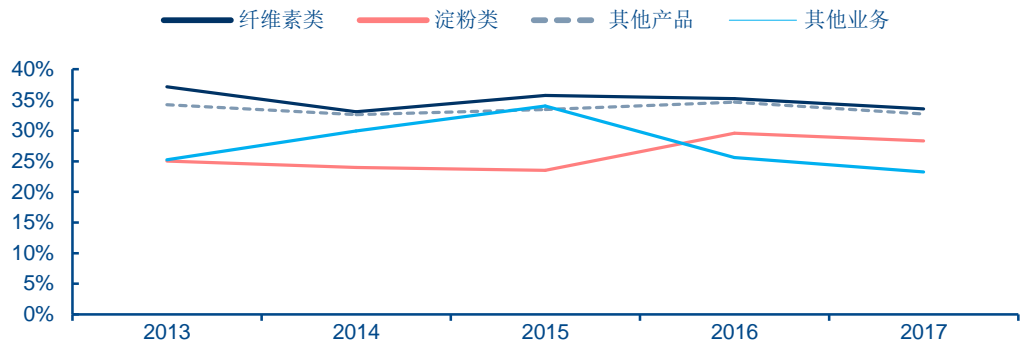
资料来源：CFDA，丁香园，中信证券研究部

草根调研了解到，目前通过一致性评价的品种中，一般以上均使用了一种或几种公司的辅料，且有相当比例的客户是新增客户，显示出国内品牌制剂企业对于公司的认可。随着国家带量采购政策的逐步落地，中标品种的销售有望实现爆发式增长，而与之关联的辅料需求也将大幅增长，我们预计一致性评价、带量采购的政策红利也将在 2019 年开始逐步兑现，未来几年公司业绩有望持续保持 25%以上的增长。

定制化生产推动产品提价，公司毛利率预计逐步提升

由于原材料成本的上涨，公司 2017 年毛利率下降 2.89 PCTs，但我们认为随着公司定制化产品占比的提升及产品的提价，叠加上游原材料价格的逐步企稳回落，公司毛利率有望逐步回升。

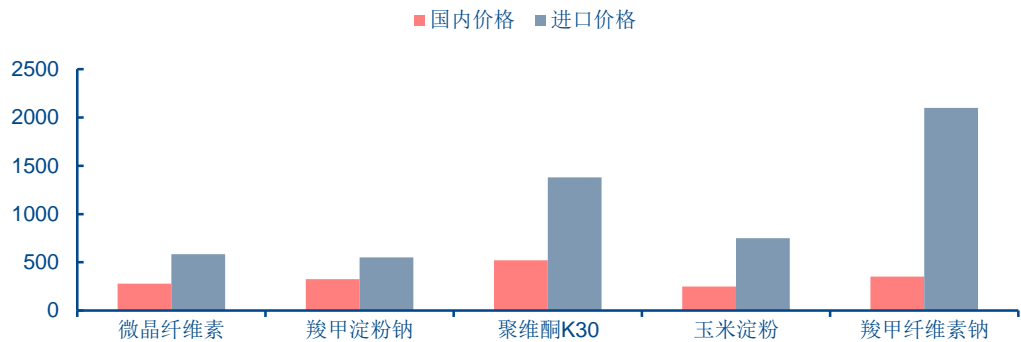
图 8：公司各品类毛利率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

辅料品类较为复杂，同一辅料品种也往往具有不同规格，近几年客户对于工艺优化的要求更加精细，定制化生产的需求也不断增加。在此背景下，公司也在从辅料生产商向产品和技术综合服务商转型，定制化产品的收入占比不断提升。由于定制化辅料的竞争较小，因此定价和毛利率也较传统辅料更高，也带动着公司辅料平均单价的逐步提升。同时，国内传统辅料也有一定提价空间。目前国内外辅料价格往往相差 2-3 倍，且国内辅料占下游制剂市场规模的比例仅 2%-3%，而海外这一比例达到 5%-10%，因此国内的辅料定价具有一定的上升空间。

图 9：部分辅料产品国内价格 VS 进口价格（元）



资料来源：药用辅料网，中信证券研究部

此外，原材料价格目前处于相对高位，未来有望逐步回落。公司生产药用辅料消耗的主要原材料为农林产品中的木浆、精制棉、玉米淀粉和化学产品硬脂酸，以及相应药用辅料的粗品等。从现货价格来看，主要的原材料价格总体处于较高位置，如木浆（微晶纤维素的主要原材料）等，未来价格有望逐步回落，相关产品的毛利率也有望回升。

外延收购加速行业整合，开拓国际市场打开成长空间

收购曲阜天利加速行业整合，品类和客户协同效应明显

公司药用辅料品种从创立之初的 5 个发展到目前 22 个品种，成为国内药用辅料行业专业化、系列化品种较多的生产企业之一。其中微晶纤维素、硬脂酸镁产品的市场占有率分别达到 30%、40%左右，市场领先优势明显。但由于辅料品类较多，差异较大，且受制于地域

资源限制，品类扩张存在一定难度，因此公司在 2017 年以 1.06 亿元收购及增资获得曲阜天利 52% 股权，拓展在其他辅料产品上的布局。

曲阜天利是国内排名前 5 的口服固体制剂药用辅料生产供应商，在淀粉及其衍生物药用辅料原料方面具有地域资源优势，其核心产品倍他环糊精质量精良，市场需求旺盛。收购完成后，公司成为国内倍他环糊精领域的龙头，可为客户提供更多的品类选择。此次收购也让两个公司产品、客户等方面产生良好互补，协同效应明显。

曲阜天利 2017-2019 年业绩承诺为 1200 万元、1320 万元、1452 万元。其中 2018H1 曲阜天利实现收入 4770 万元，净利润 750 万元，全年预计将超额完成业绩承诺，也为今年业绩产生了较大贡献。未来公司有望继续通过外延并购的方式丰富自己的产品线，加速实现行业整合和公司市占率的提升。

表 1：国内主要口服固体制剂辅料生产企业

企业名称	核心品种
山河药辅	微晶纤维素、羧甲淀粉钠、羟丙纤维素、硬脂酸镁、羟丙甲纤维素、聚维酮 K30、药用糊精、药用淀粉（微晶纤维素、羧甲淀粉钠、羟丙纤维素、硬脂酸镁、羟丙甲纤维素、
湖州展望	羟丙甲纤维素、微晶纤维素和羟丙纤维素
聊城阿华	微晶纤维素、羧甲淀粉钠
辽宁奥达	微晶纤维素、羟丙纤维素
曲阜天利	β-环糊精、药用淀粉、药用糊精、微晶纤维素

资料来源：招股说明书，中信证券研究部

布局海外打开成长空间，品牌价值逐步增强

公司已设立国际贸易部，目前国外的业务收入占比大约为 10%，增速+40%-50%，主要以东南亚、印度、非洲等新兴国家市场为主，未来也有望逐步打开欧美市场。我们认为公司布局海外市场一方面将打开新的业绩增长点，另一方面有利于公司品牌价值的打造，如 2017 年微晶纤维素等系列产品通过了被全球制药行业认可的 EXCiPACT™ GMP 认证，对公司国际和国内的品牌建设和市场开拓均有望产生积极影响。

风险因素

原材料价格波动的风险。公司药用辅料的主要生产原料为农林产品木浆、精制棉、玉米淀粉或马铃薯淀粉，化工产品硬脂酸。近年来原材料价格浮动较大且总体呈上涨趋势，对公司成本控制产生较大压力，可能影响公司产品的毛利率水平。

收购整合的风险。公司未来将围绕产业链不断寻求产业投资与并购的机会，可能存在投资并购不成功的风险。

政策监管变化。近年来药用辅料行业的监管愈加严格，公司若不能及时调整自身经营战略来应对政策方面的变化，将可能会对公司的经营产生潜在的不利影响。

盈利预测及关键假设

关键假设

1. 随着一致性评价和带量采购的推进，公司未来两年主要产品的收入增长（内生）不断加速；
2. 随着定制化产品占比的提升和产品的提价，公司毛利率有望逐步提升；
3. 随着公司规模的提升，销售和管理费用率逐年下降。

盈利预测

表 2：公司经营模型预测表

业务板块(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
微晶纤维素				
营业收入	69.10	98.81	123.52	154.40
本产品毛利率	39.93%	40.00%	42.00%	44.00%
营业收入增速	10.69%	43.00%	25.00%	25.00%
羟丙甲纤维素				
营业收入	34.31	44.60	58.43	77.12
本产品毛利率	10.24%	20.00%	21.00%	22.00%
营业收入增速	24.43%	30.00%	31.00%	32.00%
其他药用辅料				
营业收入	30.46	38.08	48.74	64.33
本产品毛利率	15.13%	16.00%	17.00%	18.00%
营业收入增速	20.54%	25.00%	28.00%	32.00%
羟丙纤维素				
营业收入	24.33	29.20	36.49	47.44
本产品毛利率	31.32%	34.00%	35.00%	37.00%
营业收入增速	13.97%	20.00%	25.00%	30.00%
羧甲淀粉钠				
营业收入	23.39	25.96	30.63	36.76
本产品毛利率	42.94%	45.00%	46.00%	47.00%
营业收入增速	9.77%	11.00%	18.00%	20.00%
药用糊精				
营业收入	20.42	38.79	46.55	57.26
本产品毛利率	24.18%	26.00%	27.00%	28.00%
营业收入增速	50.80%	90.00%	20.00%	23.00%
硬脂酸镁				
营业收入	20.25	22.88	26.99	32.39
本产品毛利率	32.06%	34.00%	36.00%	38.00%
营业收入增速	11.31%	13.00%	18.00%	20.00%
聚维酮 K30				
营业收入	16.81	18.99	21.84	25.77
本产品毛利率	39.40%	40.00%	41.00%	42.00%
营业收入增速	12.19%	13.00%	15.00%	18.00%
药用淀粉				
营业收入	14.26	22.82	24.65	26.62
本产品毛利率	27.92%	28.00%	29.00%	30.00%
营业收入增速	38.66%	60.00%	8.00%	8.00%
倍他环糊精				
营业收入	14.12	42.35	52.09	65.11
本产品毛利率	26.53%	29.00%	30.00%	31.00%
营业收入增速	170.42%	200.00%	23.00%	25.00%

业务板块(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
二氧化硅				
营业收入	13.61	17.02	21.78	28.31
本产品毛利率	23.35%	25.00%	27.00%	29.00%
营业收入增速	22.80%	25.00%	28.00%	30.00%
交联聚维酮				
营业收入	11.76	12.93	14.49	16.66
本产品毛利率	49.07%	49.00%	50.00%	51.00%
营业收入增速	11.00%	10.00%	12.00%	15.00%
羧甲基纤维素钠				
营业收入	9.78	10.76	12.05	13.85
本产品毛利率	50.10%	51.00%	52.00%	53.00%
营业收入增速	4.83%	10.00%	12.00%	15.00%
预胶化淀粉				
营业收入	8.13	9.35	11.04	13.24
本产品毛利率	20.00%	23.00%	25.00%	27.00%
营业收入增速	33.31%	15.00%	18.00%	20.00%
薄膜包衣粉				
营业收入	7.47	8.07	8.88	9.94
本产品毛利率	57.09%	57.00%	57.00%	57.00%
营业收入增速	5.34%	8.00%	10.00%	12.00%
其他业务				
营业收入	6.77	7.31	7.89	8.53
本产品毛利率	23.23%	24.00%	25.00%	26.00%
营业收入增速	-19.22%	8.00%	8.00%	8.00%
交联羧甲基纤维素钠				
营业收入	6.46	6.98	7.67	8.60
本产品毛利率	32.57%	33.00%	34.00%	35.00%
营业收入增速	5.80%	8.00%	10.00%	12.00%
醋酸羟丙甲纤维素琥珀酸酯				
营业收入	6.03	6.94	8.18	9.82
本产品毛利率	37.11%	38.00%	39.00%	40.00%
营业收入增速	13.52%	15.00%	18.00%	20.00%
聚丙烯酸树脂 (2.3.4)				
营业收入	1.90	1.96	2.01	2.07
本产品毛利率	5.84%	8.00%	10.00%	12.00%
营业收入增速	-4.16%	3.00%	3.00%	3.00%
十二烷基硫酸钠				
营业收入	0.01	0.01	0.01	0.01
本产品毛利率	39.90%	40.00%	40.00%	40.00%
营业收入增速	-95.11%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

基于以上假设，经模型测算得出公司 2018-2020 年净利润分别为 0.70 亿、0.90 亿和 1.18 亿元，CAGR 为 32.8%，摊薄后每股收益为 0.51/0.65/0.85 元，参考可比公司估值并考虑公司高成长性，给予公司 2019 年 30X PE，对应目标价 19.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：公司盈利预测简表

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	286	339	464	564	698
增长率 YoY %	11	18	37	22	24
净利润(百万元)	49	50	70	90	118
增长率 YoY%	10	3	40	28	31
每股收益(元)	0.35	0.36	0.51	0.65	0.85
毛利率%	33.8	30.9	32.3	33.4	34.6
净资产收益率%	12.1	10.1	12.6	14.2	16.1

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率 PE (x)	36	35	25	20	15
市净率 PB (x)	3	2	3	3	2
EV/EBITDA	49	48	29	23	18

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2018 年 10 月 16 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	286	339	464	564	698
营业成本	190	234	314	375	457
毛利率	33.8%	30.9%	32.3%	33.4%	34.6%
营业税金及附加	3	4	6	7	9
销售费用	23	27	37	44	54
营业费用率	8.04%	8.10%	7.90%	7.80%	7.70%
管理费用	22	24	32	38	46
管理费用率	7.52%	7.09%	6.80%	6.70%	6.60%
财务费用	-2	-1	-3	-5	-7
财务费用率	-0.64%	-0.30%	-0.70%	-0.85%	-0.95%
投资收益	3	5	9	9	9
营业利润	54	61	85	110	145
营业利润率	18.80%	17.91%	18.42%	19.56%	20.76%
营业外收入	4	2	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	57	63	90	115	150
所得税	8	10	14	17	22
所得税率	14.5%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	0	3	7	8	10
归属于母公司股东的净利润	49	50	70	90	118
净利率	17.03%	14.83%	15.16%	15.99%	16.88%

现金流量表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	49	50	70	90	118
所得税支出	0	3	7	8	10
折旧和摊销	12	14	28	30	33
营运资金的变化	1	5	12	7	-8
其他经营现金流	-6	-8	-9	-11	-12
经营现金流合计	55	64	107	125	140
资本支出	-15	-25	-27	-27	-27
投资收益	3	5	9	9	9
其他投资现金流	368	672	0	0	0
投资现金流合计	-395	-683	-5	-5	-2
发行股票	-39	-31	-23	-23	-20
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	-1	12	0	0	0
其他融资现金流	-9	-14	-18	-23	-29
融资现金流合计	2	-30	3	5	7
现金及现金等价物净增加额	-8	-32	-14	-18	-23

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	117	128	197	282	378
存货	24	34	45	54	66
应收账款	27	35	48	59	73
其他流动资产	181	200	221	227	257
流动资产	349	396	512	621	774
固定资产	125	138	134	127	118
长期股权投资	0	0	5	10	12
无形资产	25	39	35	31	27
其他长期资产	14	93	98	103	108
非流动资产	164	270	272	271	265
资产总计	513	666	784	892	1,039
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	32	35	47	56	68
其他流动负债	49	103	149	173	209
流动负债	81	138	196	229	277
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	29	28	28	28	28
非流动性负债	29	28	28	28	28
负债合计	110	166	225	257	306
股本	93	93	139	139	139
资本公积	113	113	67	67	67
归属于母公司所有者权益合计	403	500	560	635	733
少数股东权益	0	59	65	73	83
负债股东权益总计	513	666	784	892	1,039

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10.61	18.49	36.67	21.59	23.82
营业利润	12.84	12.89	40.58	29.15	31.37
净利润	10.19	3.18	39.72	28.24	30.72
毛利率					
EBITDA Margin	33.80	30.92	32.33	33.43	34.56
净利率	17.05	14.50	16.41	17.70	19.04
净资产收益率	21.17	18.49	22.35	23.04	23.71
总资产收益率	17.03	14.83	15.16	15.99	16.88
资产负债率					
所得税率	12.11	10.06	12.57	14.20	16.08
股利支付率	9.51	8.28	9.79	11.01	12.33

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。