海内外双轮驱动，业绩增长可期

翰宇药业(300199)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	17.59
合理价格区间(元):	20.40~23.80

代雯 研究员 执业证书编号：S0570516120002 021-28972078 daiwen@htsc.com

万明亮 研究员 执业证书编号：S0570517010001 wanmingliang@htsc.com

姚艺 研究员 执业证书编号：S0570513070008 0755-82125057 yaoyi@htsc.com

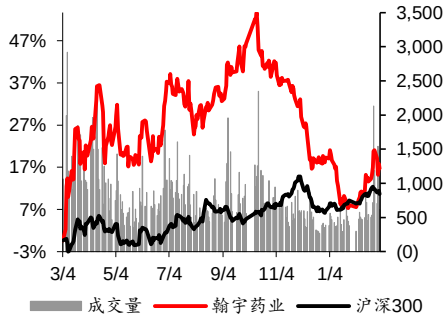
相关研究

1《翰宇药业(300199):海外出口预计将会持续超预期》2016.10

2《翰宇药业(300199):海外出口预计将会持续超预期》2016.08

3《翰宇药业(300199):坚定打造慢病管理专家平台》2016.07

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本面出现显著好转

公司基本面出现好转。海外出口，利拉鲁肽与格拉替雷原研药专利均可能被挑战失效，公司利拉鲁肽原料药和格拉替雷仿制药有望分别在 2018/19 和 2019/20 上市并放量，从而推动公司业绩高增长。国内制剂领域，公司 9 个品种受益于医保目录调整，超预期。其中特利加压素、卡贝缩宫素增长潜力大。预计公司 2016-18 年归母净利润同比增长 1%/27%/61%，当前股价对应的估值为 53/42/26 倍。考虑到公司基本面好转带动海内外业务高成长的确定性提高，推荐投资者“买入”，目标价 20.4-23.8 元。

利拉鲁肽原料药 18/19 年放量可期

梯瓦（Teva）制药于 2017 年 2 月 FDA 递交利拉鲁肽 ANDA 申请，并对制剂专利发起挑战。Teva 专利挑战成功将为更多利拉鲁肽 ANDA 上市铺平道路，从而带动其原料药市场快速增长。公司在全球利拉鲁肽原料药合成领域拥有核心专利，届时有望获得较大的订单及享受 70%以上的净利率。预计 2018/19/20 利拉鲁肽原料药将为公司贡献 2600/3300/3900 万美元的净利润，折合人民币 1.8/2.2/2.7 亿元（汇率按 6.8 计算）。

格拉替雷贡献业绩弹性

格拉替雷全球市场约 40 亿美元，其中 40mg 为主流规格占处方量的 80%左右。Mylan 于 2016 年开始对格拉替雷 40mg 所涉 5 项专利提出挑战。17 年 2 月初，美国法院做出判决，40mg 专利中的 4 项无效。我们认为 40mg 仿制药获批是大概率事件。公司将在今年同时提交 20mg/40mg 格拉替雷 ANDA 申请，预计有望在 2019-20 年获批，届时作为第 4 家或第 5 家仿制药上市，预计获得 5%-10%市场份额，给业绩带来弹性。

医保目录利好，助推国内制剂业务增长

国家医保目录调整，公司受益品种超市场预期。新入选医保的产品 3 个、调整医保分类的产品 1 个、取消或调整限制的产品 5 个。其中特利加压素与卡贝缩宫素增长潜力大，预计特利加压素未来 3 年维持 40%-50%增长，卡贝缩宫素销售从无到有，在 2-3 年内达到 1.5 亿以上的收入。

海内外双轮驱动，业绩增长可期

由于 16 年业绩低于预期，我们预测公司 2016-18 年 EPS 分别为 0.33/0.42/0.68 元，同比增长 1%/27%/61%，当前股价对应的估值为 53/42/26 倍。考虑到基本面好转带动海内外业务高成长的确定性提高，给予“买入”评级，目标价 20.4-23.8 元（对应 18 年 EPS 30-35 倍）。

风险提示：利拉鲁肽原料药出口不达预期；格拉替雷 ANDA 申报进展缓慢；国内制剂招标降价。

公司基本资料

总股本 (百万股)	918.34
流通 A 股 (百万股)	559.43
52 周内股价区间 (元)	15.04-23.14
总市值 (百万元)	16,154
总资产 (百万元)	4,517
每股净资产 (元)	3.84

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	419.43	768.26	882.17	1,047	1,407
+/-%	39.16	83.17	14.83	18.73	34.34
净利润 (百万元)	171.56	305.34	306.92	388.45	625.68
+/-%	32.04	77.98	0.52	26.56	61.07
EPS (元)	0.19	0.33	0.33	0.42	0.68
PE (倍)	95.01	53.38	53.11	41.96	26.05

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

利拉鲁肽原料药 18/19 年放量可期

Teva 提交 ANDA 申请，原料药需求有望爆发

梯瓦（Teva）制药于 2017 年 2 月 2 日发布公告，该公司已向 FDA 递交了利拉鲁肽注射液的仿制药申请，并对保护利拉鲁肽的 US6268343 专利发起挑战，该专利原将于 2022 年 8 月 22 日失效。如果成功获批，将享有 180 天的市场独占期。同时 Teva 挑战专利成功将为更多的企业仿制利拉鲁肽铺平了道路，从而带动整个利拉鲁肽仿制药市场的增长，因此我们预计公司利拉鲁肽原料药需求有望随之在 2018/19 年迎来爆发。

图表1： 诺和诺德糖尿病产品专利到期情况

	美国	德国	中国	日本
瑞格列奈	过期	过期	过期	2016
利拉鲁肽	2022	2022	2017	2022
德谷胰岛素	2029	2028	2024	2027

资料来源：诺和诺德年报，华泰证券研究所

翰宇拥有核心专利壁垒，原料药具有很高技术壁垒

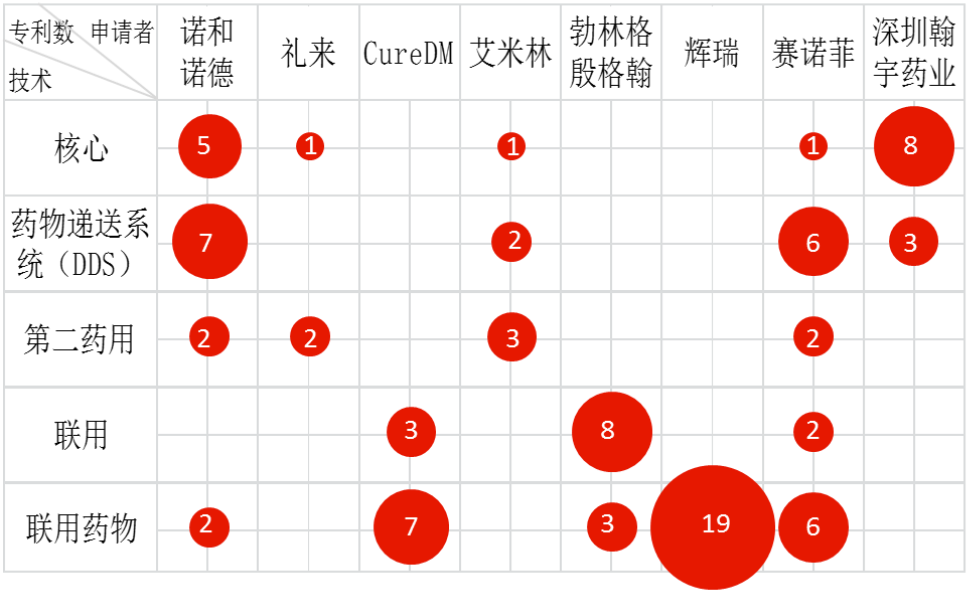
公司拥有 8 项核心专利壁垒，竞争优势明显。公司在利拉鲁肽领域布局较早，早在 2011 年就获取了首个专利。之后公司更是另辟蹊径，通过改良利拉鲁肽合成方法申请了大量专利，成为国内申请者中的翘楚，比肩海外巨头。另一方面，从专利的质量来看，翰宇拥有 8 项核心专利，包括 5 件利拉鲁肽制备方法专利和 1 件纯化方法专利，大幅领先其他竞争对手。对于仿制药企业来说拥有核心专利，一方面能防止原研药企变相延长保护时间，另一方面为自己的仿制药抢占市场构建壁垒。

图表2： 翰宇拥有利拉鲁肽专利数量位居前列

排名	申请者	国家	申请量/项
1	辉瑞	美国	19
2	赛诺菲	法国	17
3	诺和诺德	丹麦	16
4	深圳翰宇药业	中国	11
5	勃林格殷格翰	德国	11
6	CureDM	美国	10
7	艾米林	美国	6
8	礼来	美国	3

资料来源：知网数据库，华泰证券研究所

图表3： 翰宇拥有核心技术壁垒



资料来源：知网数据库，华泰证券研究所

全球仅 5 家获批 DMF 文号，公司原料药出口抢占先机。截止 2016 年底，共有 5 家企业获得利拉鲁肽 DMF 文号。相比其他厂商，翰宇采用全化学合成的方法，优势在于质量标准有保证，杂质和副产物较少，体系放大起来更可控。该生产方法已经获得美国专利（专利号 US9260474）。同时，由于翰宇的使用全化学合成方法，仿制药企业可以化药申报，相比生物药审批更快。因此公司利拉鲁肽原料药出口有望凭借竞争优势抢占先机。

图表4： 利拉鲁肽 DMF 文号持有厂家

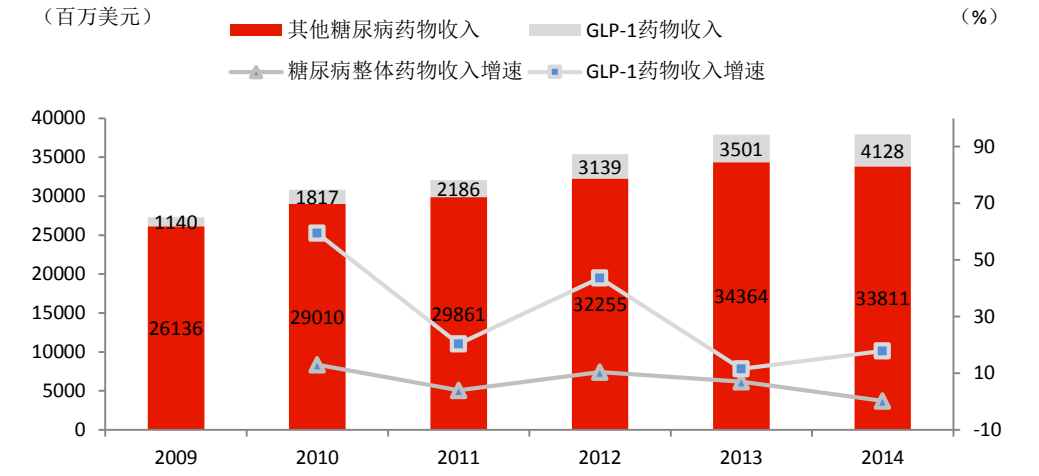
提交日期	持有公司	公司所在地	备注
2013/6/12	Ambiopharm	美国	Liraglutide, Non-Sterile, Bulk Drug Substance
2015/10/7	Chengdu Shengnuo Biopharm	中国	Liraglutide
2015/9/10	Alp Pharm	中国	Liraglutide
2015/12/7	Hybio Pharmaceutical	中国	Liraglutide Non-Sterile Bulk Drug Substance
2016/6/29	Bachem Americas	美国	Liraglutide Drug Substance

资料来源：FDA，华泰证券研究所

GLP-1 市场持续增长，利拉鲁肽占据半壁江山

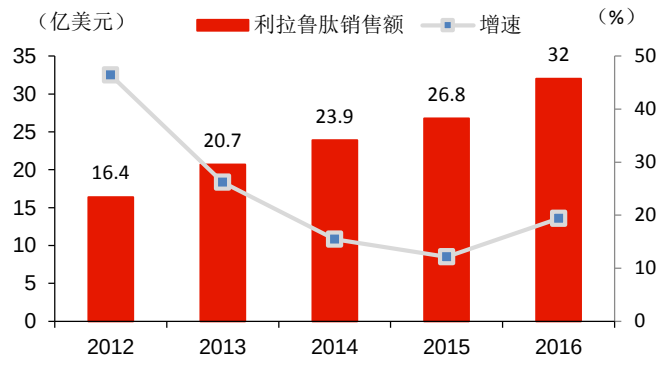
由于 GLP-1 类药物具有同时促进胰岛素分泌和抑制胰高血糖素分泌的特性，具有良好的降糖效果。近年来 GLP-1 用药规模保持快速增长，Bloomberg 数据显示 2015 年市场达 41.28 亿美元，5 年 CAGR 高达 29.4%，远高于同期其他糖尿病用药 5.3%的增速。其中利拉鲁肽占据了 GLP-1 市场 50%的份额，根据 IMS 数据 2016 年终端销售额达 32 亿美元，同比增长 23.1%，是糖尿病治疗领域的绝对重磅。同时，利拉鲁肽作为肥胖症的治疗药物在 2014 年 12 月获得美国 FDA 批准，目前还在进行心血管治疗药物进行拓宽适应症的 III 期临床，未来市场规模有望达到 50 亿美元。

图表5： GLP-1 类药物保持高速增长



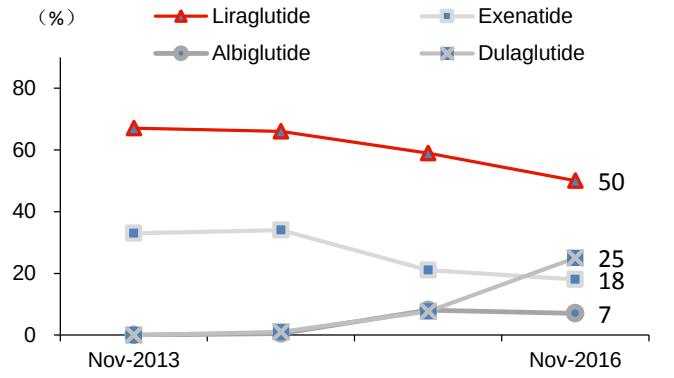
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表6： 利拉鲁肽销售额稳步增长



资料来源： IMS，华泰证券研究所

图表7： 利拉鲁肽份额占比高



资料来源：IMS，华泰证券研究所

中性预计利拉鲁肽原料药为公司带来 2 亿元净利润

利拉鲁肽 16 年销售额为 32 亿美元，仿制药上市后由于价格降低，市场规模预计缩小 30%。原料药的市场规模约为制剂市场规模的 10%~15%，则原料药市场规模在 2.8 亿美元以上。中性预计公司在 18 年下半年获得订单，首批订单 30 公斤。目前利拉鲁肽原料药 250 万美元/公斤，假设未来折价 50%至 125 万美元。由于公司技术壁垒搞，利拉鲁肽原料药净利率预计约为 70%，则 2018/19/20 利拉鲁肽原料药将为公司贡献 2600/3300/3900 万美元的净利润，折合人民币 1.8/2.2/2.7 亿元（汇率按 6.8 计算）。

图表8： 利拉鲁肽原料药利润贡献测算

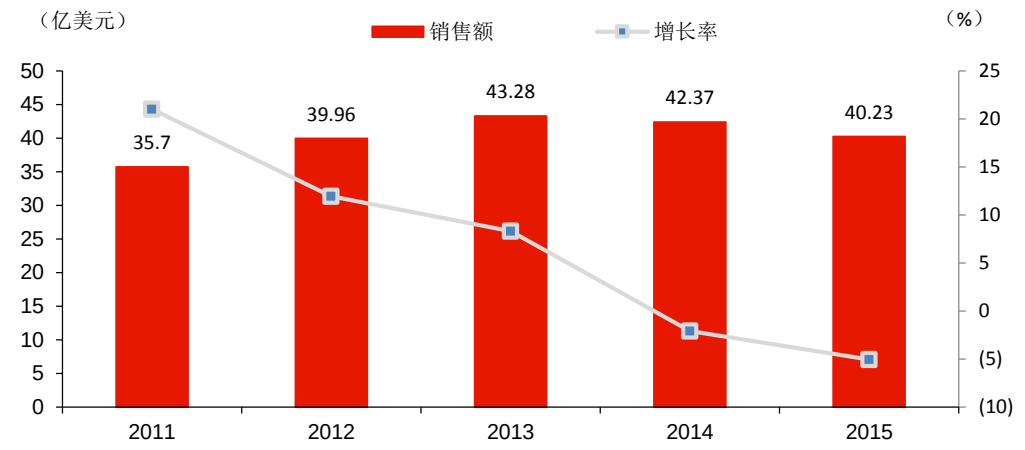
利拉鲁肽原料药	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
原研市场规模（百万美元）	3,200				
仿制药上市后市场（百万美元）		2,240	2,240	2,240	2,240
原料药占比		12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
原料药市场（百万美元）		280	280	280	280
公司销售收入（百万美元）			37.5	46.9	56.3
收入增速				25.0%	20.0%
利拉鲁肽利润贡献（百万美元）			26	33	39
利拉鲁肽利润贡献（人民币亿元）			1.8	2.2	2.7

资料来源：华泰证券研究所

格拉替雷贡献业绩弹性

全球销售超过 40 亿美元，40mg 规格是主流。格拉替雷 20mg 规格核心专利于 2014 年 8 月到期，2015 年 4 月，Sandoz 与 Momenta 合作开发的仿制药 Glatopa 获 FDA 批准上市。由于竞争格局良好，Glatopa 相较于原研仅有 15%折价。原研厂商 Teva 为了继续享受独占市场的优势，于 2014 年为 40mg 申报了 5 个专利，并通过降价进入医保，成功让 40mg 成为主流规格，目前 40mg 已经占格拉替雷处方量的 80%左右。

图表9： 格拉替雷重磅用药销售峰值 43.28 亿美元



资料来源：Teva 年报，华泰证券研究所

Teva 40mg 专利被否，仿制药上市在即。Mylan 于 2016 年开始对 Teva 公司 40mg 所涉 5 项专利提出挑战。今年 2 月初，美国特拉华州地区法院做出判决，40mg 专利中的 4 项无效。从 2 月 7 日开始，FDA 已经可以批准格拉替雷仿制药 40mg 规格上市。Teva 表示会继续上诉，但鉴于目前审判趋势，40mg 仿制药获批是大概率事件。

图表10： 格拉替雷 40mg 诉讼进程

时间	涉及公司	事件
2016	Teva/Mylan	Mylan 对 Teva 公司格拉替雷 40mg 规格发起专利挑战
2016/8/24	Teva/Mylan	美国 PTAB 审理认定 TEVA 公司 40mg 格拉替雷的 8232250 及 8399413 专利无效
2016/9/1	Teva/Mylan	美国 PTAB 审理认定 TEVA 公司 40mg 格拉替雷的 8969302 专利无效，，同时 Mylan 公司将继续对第四项 9155776 号专利提出专利挑战
2017/2/2	Teva/Mylan	美国特拉华州地区法院做出判决，Teva 公司格拉替雷 40mg 专利中的 4 项无效

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

公司格拉替雷制剂有望超过 2 亿美元市场份额。由于格拉替雷 40mg 规格占据了绝大部分的用药市场，市场空间远高于 20mg 剂型，因此 40mg 仿制药获批上市意义重大。公司有望在今年同时提交 20mg/40mg ANDA 申请，预计有望在 2019-20 年获批，届时将作为第 4 或者第 5 家 ANDA 厂商，获得 5%-10%市场份额。

图表11： 格拉替雷原料药 DMF 文号持有厂家

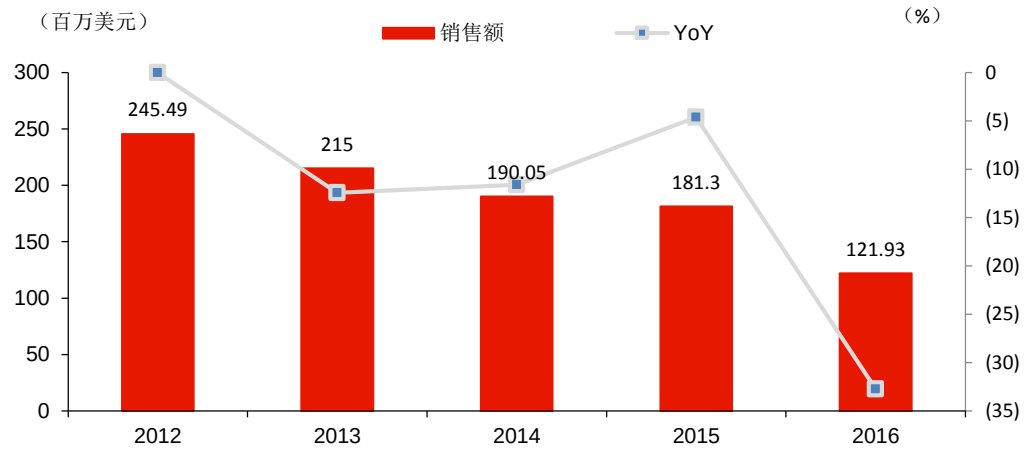
提交日期	公司名称	公司所在地	备注
2012/3/24	Dr Reddys Laboratories	印度	Glatiramer Acetate
2012/9/27	Ambiopharm	美国	Glatiramer Non-Sterile, Bulk Drug Substance
2013/12/12	Peptisyntha	比利时	Glatiramer Acetate
2014/12/25	Hybio Pharmaceutical	中国	Glatiramer Acetate, Non-Sterile Bulk Drug Substance

资料来源：FDA，华泰证券研究所

依替巴肽制剂出口，贡献 2000 万利润增量

依替巴肽由默克原研，销售峰值为 2.5 亿美元。2015 年专利到期后，逐渐被仿制药替代，整个市场不断萎缩。2016 年依替巴肽终端销售额 1.2 亿美元，同比降幅 33%。目前市场上有仅印度 Aurobindo 和以色列 Teva 两家仿制药厂商，竞争格局缓和，我们看好公司的依替巴肽 ANDA 获批，抢占一定市场份额。公司依替巴肽制剂的 ANDA 申请目前已通过申报文件的审核，申报工作稳步进行。我们预计未来依替巴肽市场每年减少 5%，公司产品有望 17 年获批，18 年放量获取 20%市场份额。保守估计与经销商平分 30%的净利润，每年为公司带来 2000 万以上的净利润增量。

图表12： 依替巴肽销售额逐年下滑



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表13： 依替巴肽制剂利润贡献测算

依替巴肽 ANDA	2016	2017	2018	2019	2020
市场规模（百万美元）	120	114	108	103	98
规模增速		-5%	-5%	-5%	-5%
公司潜在市场份额		20%	20%	20%	20%
收入（百万美元）		23	22	21	20
利润率		15%	15%	15%	15%
利润（人民币百万）		23.26	22.09	20.99	19.94

资料来源：华泰证券研究所

医保目录利好，助推国内制剂业务增长

此次国家医保目录调整，公司受益品种超出市场预期。新入选医保的产品 3 个、调整医保分类的产品 1 个、取消或调整限制的产品 5 个。受益于本次医保目录调整，公司国内制剂业务有望迎来新的增长动力，预计未来三年制剂板块复合增速超过 20%。

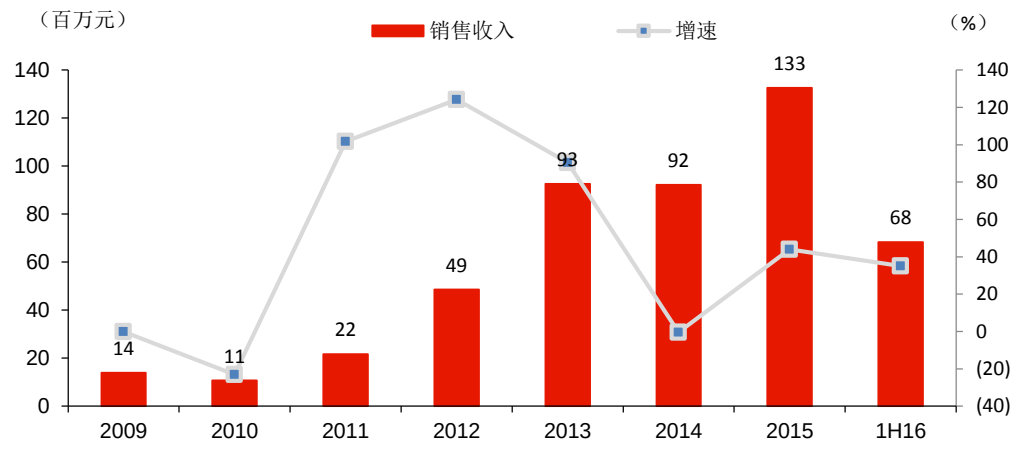
图表14： 公司医保受益品种超出市场预期

药品名称	医保分类	药品分类	剂型	备注
特利加压素	乙	其他消化道及代谢用药	注射剂	限食管静脉曲张出血抢救
依替巴肽	乙	血小板凝聚抑制剂，肝素除外	注射剂	限急性冠脉综合征的介入治疗
小儿对乙酰氨基酚	甲	酰基苯胺类	口服常释剂型	
去氨加压素	甲	垂体后叶激素类	注射剂	由“乙类”变为“甲类”
卡贝缩宫素	乙	垂体后叶激素类	注射剂	取消“限抢救”的适应症限定范围
鲑降钙素	乙	钙稳态药	注射剂	取消“限高钙血症患者和工伤保险”的适应症限定范围
高血糖素/生物合成高血糖素	乙	胰腺激素类	注射剂	取消“限严重低血糖症和儿童”的适应症限定范围
生长抑素	乙	下丘脑激素	注射剂	修改原适应症限定范围“限胰腺炎、食道静脉出血”为“限胰腺手术；食道或胃静脉出血”
昂丹司琼	乙	止吐药和止恶心药	注射剂	修改原适应症限定范围“限二线用药”为“限放化疗且吞咽困难患者”

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

特利加压素新进入医保，全国推广静待放量。特利加压素凭是目前在肝硬化并发症患者中唯一一个可以提高患者生存率的药物，用于治疗食管静脉曲张出血。在进入国家医保前，仅纳入河南、浙江、湖南等 10 个省份的地方医保，但依然保持了 40%以上的增速。享受国家医保后，有望在全国范围内推广，预计未来 3 年增速达到 40%-50%。

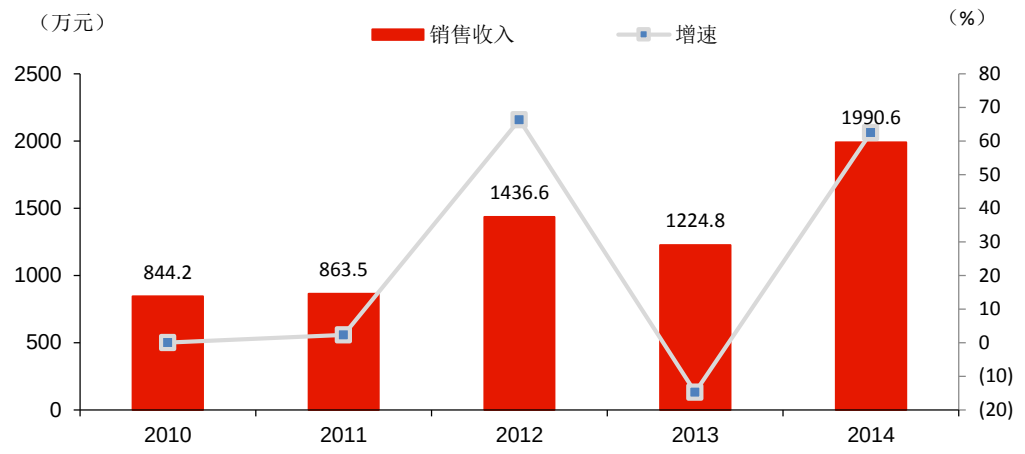
图表15： 公司特利加压素保持高速增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

卡贝缩宫素取消使用限制，打开放量阀门。卡贝缩宫素属于普通缩宫素的升级换代产品，止血效果更好。此次医保调整取消了限抢救的使用限制，将进一步释放卡贝缩宫素增长瓶颈。考虑到目前市场上仅原研辉凌制药，翰宇药业以及成都圣诺三家公司产品上市，竞争格局良好。受益于此次医保调整及二胎政策放开的提振，公司卡贝缩宫素有望打开放量阀门，预计获得 1.5 亿市场份额。

图表16：卡贝缩宫素样本医院销售情况



资料来源：PDB，华泰证券研究所

盈利预测及估值分析

由于 16 年业绩低于预期，我们预计公司 2016-18 年 EPS 分别为 0.33/0.42/0.68 元，同比增长 1%/27%/61%，当前股价对应的估值为 53/42/26 倍。考虑到基本面好转带动海内外业务高成长的确定性提高，公司估值处于过往三年低点，推荐投资者重点关注，给予“买入”评级，目标价 20.4-23.8 元（对应 18 年 EPS 30-35 倍）。

核心假设

我们考虑 2017 年公司计提商誉减值 4000 万元，预计 2017 年股权激励费用约 5~6 千万元，盈利假设如下表所示：

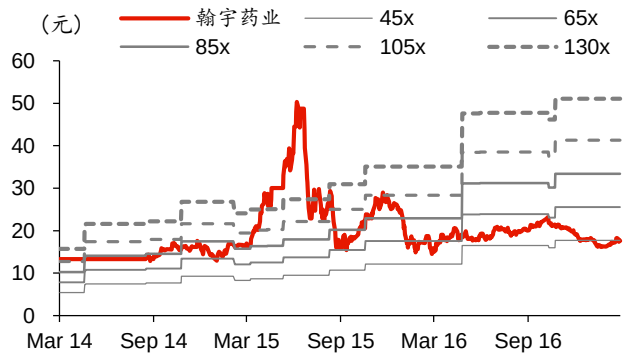
图表17： 公司收入预测

单位(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入					
	417	**768**	**882**	**1047**	**1407**
yoy（%）	39	84	15	19	34
制剂收入					
	327	**411**	**354**	**525**	**640**
yoy（%）	22	26	(14)	48	22
胸腺五肽	**145**	**135**	**81**	**93**	**102**
yoy（%）	53	(7)	(40)	15	10
特利加压素	**92**	**133**	**179**	**251**	**326**
yoy（%）	(0)	44	35	40	30
生长抑素	**56**	**92**	**64**	**74**	**81**
yoy（%）	18	63	(30)	15	10
去氨加压素	**30**	**25**	**18**	**16**	**15**
yoy（%）	5	(16)	(28)	(15)	(5)
卡倍缩宫素				**60**	**78**
yoy（%）					30
依替巴肽				**20**	**26**
yoy（%）					30
其他制剂	**3**	**26**	**12**	**12**	**12**
yoy（%）	(10)	641	(54)	0	0
客户肽					
	63	**84**	**93**	**102**	**112**
yoy（%）	100	34	10	10	10
原料药					
	28	**53**	**145**	**101**	**304**
yoy（%）	4050	91	175	(30)	200
技术服务费					
		3	**3**	**4**	**4**
yoy（%）				10	10
药品包装组合					
		103	**139**	**153**	**169**
yoy（%）			35	10	10
器械类					
		111	**144**	**159**	**175**
yoy（%）			30	10	10
固体类					
		3	**3**	**3**	**3**
yoy（%）		0	0	0	0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

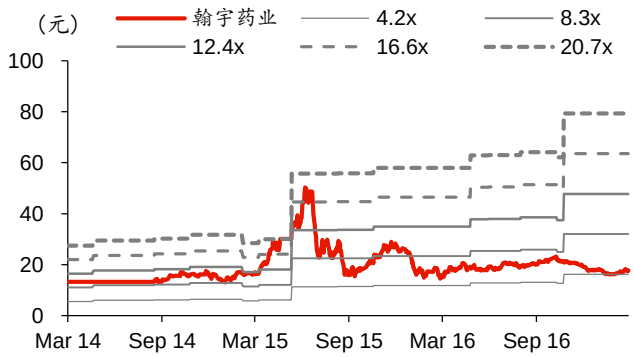
PE/PB - Bands

图表18： 翰宇药业历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表19： 翰宇药业历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

1. 利拉鲁肽原料药订单获得时点存在一定不确定性，中性预期在 2018 年，悲观预期在 2019 年，若进展不达预期可能对股价构成负面影响；
2. 格拉替雷 ANDA 申请及获批进度可能不达预期；
3. 医保目录调整受益品种超预期，但同时后续存在招标降价的风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	990.66	979.38	2,291	2,757	3,440
现金	700.06	186.90	1,364	1,711	2,040
应收账款	185.78	617.54	712.36	796.01	1,069
其他应收账款	2.65	5.04	6.33	6.90	9.21
预付账款	2.47	4.93	5.59	6.05	7.97
存货	48.56	121.02	137.17	148.44	195.69
其他流动资产	51.15	43.95	65.01	88.30	117.92
非流动资产	706.80	2,567	2,495	2,391	2,337
长期投资	0.00	108.84	111.00	111.00	111.00
固定投资	349.78	845.93	819.86	773.94	718.10
无形资产	11.56	373.40	373.40	373.40	373.40
其他非流动资产	345.46	1,238	1,191	1,133	1,134
资产总计	1,697	3,546	4,785	5,148	5,777
流动负债	118.14	419.09	731.53	767.27	847.94
短期借款	0.00	100.00	400.00	400.00	400.00
应付账款	3.73	26.45	29.98	32.44	42.77
其他流动负债	114.41	292.64	301.55	334.82	405.17
非流动负债	283.17	489.59	487.93	487.46	488.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	283.17	489.59	487.93	487.46	488.06
负债合计	401.32	908.68	1,219	1,255	1,336
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	400.00	890.02	918.34	918.34	918.34
资本公积	417.27	995.96	1,612	1,612	1,612
留存公积	480.89	741.73	1,036	1,363	1,911
归属母公司股	1,296	2,637	3,566	3,893	4,441
负债和股东权益	1,697	3,546	4,785	5,148	5,777

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	153.43	138.84	257.19	384.93	430.58
净利润	171.56	305.34	306.92	388.45	625.68
折旧摊销	33.59	86.55	61.91	63.84	64.80
财务费用	1.37	29.96	12.24	16.62	13.24
投资损失	0.00	(7.17)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(64.90)	(293.10)	(160.27)	(87.96)	(288.33)
其他经营现金	11.80	17.26	36.38	3.98	15.18
投资活动现金	(85.16)	(1,123)	10.62	40.00	(10.80)
资本支出	85.16	358.98	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	764.74	15.71	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	0.67	26.34	40.00	(10.80)
筹资活动现金	184.10	466.80	909.56	(78.01)	(90.93)
短期借款	0.00	100.00	300.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	490.02	28.33	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	578.68	615.73	0.00	0.00
其他筹资现金	184.10	(701.90)	(34.49)	(78.01)	(90.93)
现金净增加额	252.14	(514.30)	1,177	346.93	328.85

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	419.43	768.26	882.17	1,047	1,407
营业成本	71.97	146.75	166.33	179.99	237.30
营业税金及附加	4.73	11.25	13.23	15.71	21.11
营业费用	74.01	109.55	132.33	157.11	211.05
管理费用	81.53	130.06	156.14	178.06	182.91
财务费用	1.37	29.96	12.24	16.62	13.24
资产减值损失	2.50	18.92	60.81	62.90	25.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	7.17	0.00	0.00	0.00
营业利润	183.31	328.93	341.08	437.00	716.10
营业外收入	4.06	12.48	20.00	20.00	20.00
营业外支出	1.03	3.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	186.34	338.36	361.08	457.00	736.10
所得税	14.78	33.02	54.16	68.55	110.42
净利润	171.56	305.34	306.92	388.45	625.68
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	171.56	305.34	306.92	388.45	625.68
EBITDA (倍)	218.28	445.45	415.24	517.46	794.15
EPS (元)	0.19	0.33	0.33	0.42	0.68

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	39.16	83.17	14.83	18.73	34.34
营业利润	28.90	79.44	3.69	28.12	63.87
归属母公司净利润	32.04	77.98	0.52	26.56	61.07
获利能力 (%)					
毛利率	82.84	80.90	81.14	82.82	83.13
净利率	40.90	39.74	34.79	37.09	44.47
ROE	13.24	11.58	8.61	9.98	14.09
ROIC	18.93	10.88	9.97	12.89	19.30
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.64	25.63	25.48	24.37	23.13
净负债比率 (%)	0	11.00	32.80	31.88	29.94
流动比率	8.39	2.34	3.13	3.59	4.06
速动比率	7.97	2.05	2.94	3.40	3.83
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.29	0.21	0.21	0.26
应收账款周转率	2.38	1.89	1.29	1.32	1.43
应付账款周转率	16.91	9.72	5.90	5.77	6.31
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.33	0.33	0.42	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.15	0.28	0.42	0.47
每股净资产(最新摊薄)	1.41	2.87	3.88	4.24	4.84
估值比率					
PE (倍)	95.01	53.38	53.11	41.96	26.05
PB (倍)	12.58	6.18	4.57	4.19	3.67
EV_EBITDA (倍)	75.47	36.98	39.67	31.83	20.74

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com