

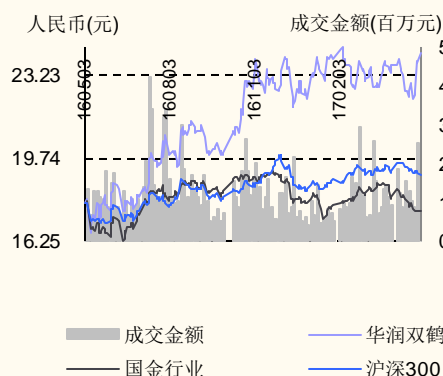
市场价格(人民币): 24.16元  
 目标价格(人民币): 30.30-30.30元

## 制剂平台初成，大输液否极泰来

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	571.70
总市值(百万元)	17,503.21
年内股价最高最低(元)	24.41/16.65
沪深300指数	3426.58
上证指数	3143.71



### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.912	0.986	1.212	1.408	1.596
每股净资产(元)	8.43	9.23	10.33	11.62	13.08
每股经营性现金流(元)	0.98	1.09	1.80	1.38	1.90
市盈率(倍)	25.00	22.55	19.61	16.87	14.89
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	21.99%	8.04%	22.92%	16.20%	13.32%
净资产收益率(%)	10.83%	10.68%	11.73%	12.12%	12.19%
总股本(百万股)	724.47	724.47	724.47	724.47	724.47

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

#### ■ 整合提效益、外延扩领域，制剂平台已现成效

——华润医药“化学药平台”定位明确，制剂业务贡献利润占比超过70%，业绩稳定性加强。

——核心品种“降压0号”通过低价药政策提价明显，按照北京最新执行的1.15元/片中标价推算，有望贡献1亿利润弹性。

——二线品种匹伐他汀、缬沙坦氢氯噻嗪片新近国家医保，有望保持高速增长，助力增长。

——整合华润赛科，心血管线广度大幅提高；公司一致性评价备案27个品种，有望嫁接赛科氨氯地平ANDA经验。

——济南利民、海南中化联合拉开杠杆经营序幕，公司目前经营杠杆还有很大的提升空间，公司也制定了每年的并购计划，未来有望继续扩展专科产品线、提升ROE。

#### ■ 大输液行业出现回暖迹象，双鹤由于产品结构，提升空间最大

——行业三巨头收入企稳，毛利率进入上升周期。

——双鹤塑瓶占比大，BFS等高毛利品种快速放量有望大幅改善板块毛利率，增厚输液板块利润。

### 盈利预测

■ 基于化药板块核心品种提价、二线品种新近医保放量和大输液回暖，我们预计2017/2018/2019年归母净利润为878/1,020/1,156百万人民币，对应增速22.9%/16.2%/13.3%。

### 投资建议

■ 我们认为公司作为华润医药体系内“化学药”平台的定位明确后，管理效率提升，外延收购重启，进入新的阶段。

■ 根据目前已有业务，我们估算3年利润峰值有望达到14亿，降压0号3亿、赛科3亿（压氏达2.5亿，其他0.5亿）、匹伐他汀等二线成长品种2.5亿、大输液2.5亿、利民和中化联合1.5亿、其他普药等1.5亿。

■ 考虑到公司制剂和大输液业务景气度都在提升，给予2017年25x，目标价30.3元/股，给予“买入”评级。

### 风险

■ 产品提价低预期；收购资产整合不利；招标执行低预期。

孙炜 联系人  
weisun@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 内容目录

整合提效益、外延扩领域，制剂平台已现成效 .....	3
华润医药“化学药平台”定位明确，制剂业务贡献利润占比超过 70%，业绩稳定性加强.....	3
“降压 0 号”提价增利，二线品种新近国家医保有望保持高速增长.....	4
整合华润赛科，心血管线如虎添翼，一致性评价有望嫁接美国 ANDA 经验 ..	5
济南利民、海南中化联合拉开杠杆经营序幕，扩展专科产品线、提升 ROE..	7
大输液行业出现回暖迹象，双鹤由于产品结构，提升空间最大.....	7
行业三巨头收入企稳，毛利率进入上升周期.....	7
双鹤塑瓶占比大，BFS 等高毛利品种快速放量有望大幅改善毛利率 .....	8
盈利预测与投资建议.....	9
风险提示 .....	9

## 图表目录

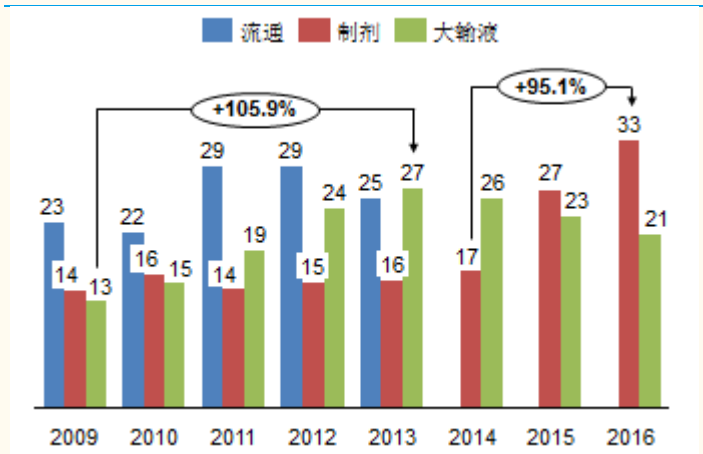
图表 1：公司各板块收入（亿人民币）.....	3
图表 2：公司各板块毛利占比.....	3
图表 3：公司制剂板块产品构成.....	3
图表 4：国金医药“5D3S”药品评估模型：“降压 0 号”（华润双鹤） .....	4
图表 5：国金医药“5D3S”药品评估模型：匹伐他汀片（华润双鹤） .....	5
图表 6：氨氯地平生产企业市场份额与中标价格.....	6
图表 7：华润双鹤及体系内公司一致性评价备案品种（截止 20170407） .....	6
图表 8：科伦药业-普通输液收入和毛利率.....	7
图表 9：科伦药业-营养治疗输液收入和毛利率.....	7
图表 10：华润双鹤-输液收入和毛利率.....	8
图表 11：石四药集团-收入和毛利率.....	8
图表 12：石四药集团-静脉输液收入构成（亿港币） .....	8
图表 13：公司大输液子公司净利润情况（百万人民币） .....	9

### 整合提效益、外延扩领域，制剂平台已现成效

华润医药“化学药平台”定位明确，制剂业务贡献利润占比超过 70%，业绩稳定性加强

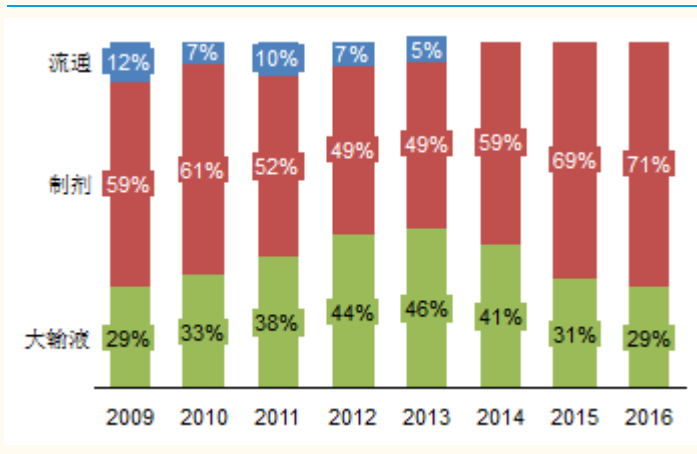
- 华润双鹤的发展始于降压 0 号，2004 年销量就已突破 7 亿片，贡献主要的制剂收入。
- 2006 年开始输液事业部的设立，开启了大输液业务的高速发展，到 2013 年大输液业务毛利占比提升到 46%；然而输液限制、行业竞争降价导致输液业务进入量、价齐跌阶段。

图表 1：公司各板块收入（亿人民币）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 2：公司各板块毛利占比



来源：公司年报，国金证券研究所

- 2015 年华润赛科的合并，明确了“化学药平台”的定位，制剂业务终于被提到了首要位置，整合、外延开启；而大输液经过 3 年的消化也已见到曙光。

图表 3：公司制剂板块产品构成

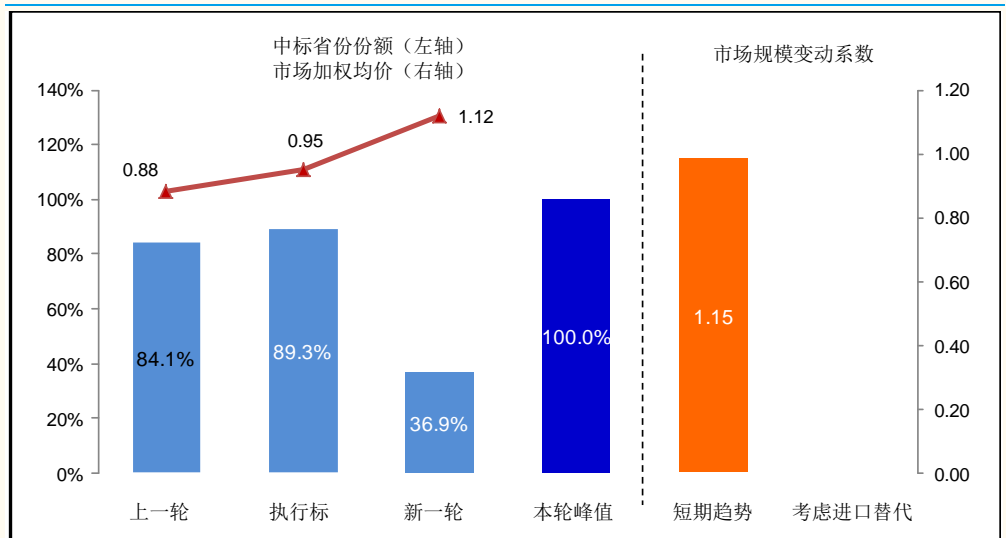
分类与产品	备注	所属部分	收入占比 (2016)
<b>心脑血管</b>			<b>64.7%</b>
降压领域			
复方利血平氨苯蝶啶片	降压 0 号	母公司	22.7%
苯磺酸氨氯地平	压氏达	赛科	13.7%
缬沙坦	穗悦	赛科	5.0%
缬沙坦氢氯噻嗪片	复穗悦	赛科	1.5%
厄贝沙坦分散片		利民	1.7%
硝苯地平缓释片(II)		利民	1.8%
降脂领域			
匹伐他汀		母公司	8.0%
胞磷胆碱钠片		利民	2.4%
其他	普药		7.9%
<b>内分泌</b>			<b>7.8%</b>
糖适平	格列喹酮片	母公司	7.8%
<b>儿童用药</b>			<b>7.9%</b>
珂立苏	格列喹酮片	母公司	4.0%
其他		母公司	3.9%
<b>其他</b>			<b>19.5%</b>
代理产品、原料药		赛科	7.0%

来源：公司资料，国金证券研究所

### “降压 0 号”提价增利，二线品种新近国家医保有望保持高速增长

- 降压 0 号作为公司最主要的品种，贡献了近 1/3 的净利润，“稳量提价”政策逐步起效。
  - 2014 年发改委提出低价药政策，降压 0 号当时中标价部分地区已不足 0.8 元/天；2015 年公司主动控制产品发货，销量下降 15.1%，然而收入上升 9%，出厂价从 0.63 元/片提升到 0.81 元/片。
  - 从最新的招标情况，尤其是 2017 年 4 月 8 日刚执行的北京新标，中标价已提升到 1.15 元/片；根据国金医药“5D3S”评估模型（图表 4），已有占全国 36.9% 市场的省份执行了新标，平均中标价 1.12 元/片。
  - 由于降价 0 号推广费用稳定，提价部分有望直接体现到利润，按照已执行的最新中标价计算，剔除增值税和配送费率，出厂价有望提升到 0.9 元/片，如果全面实施，有望贡献近 1 亿增量利润。

图表 4：国金医药“5D3S”药品评估模型：“降压 0 号”（华润双鹤）

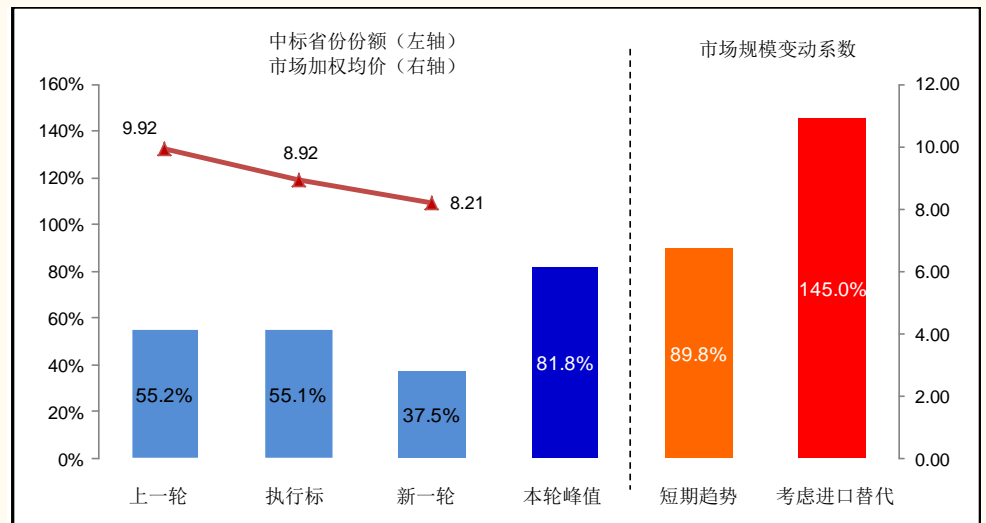


备注：1、市场变动系数>1，表示“新增中标省份>降价”影响  
 2、考虑进口替代=短期中性市场变动系数\*（1/国产销量份额）  
 3、对上轮没有标的品种，短期趋势为无穷大，图中不显示

来源：药智网，国金证券研究所

- 二线品种匹伐他汀、缬沙坦氢氯噻嗪片，新近 2017 年国家医保目录，叠加招标周期，有望快速放量。
  - 匹伐他汀，公司作为首仿企业，目前已进入 10 省医保，16 年销量已达 2.6 亿，近 2 年复合增速 90%；匹伐他汀能够防范糖尿病风险，对其他他汀类具有替代潜力，仅占国内他汀类市场 2.4%（IMS 数据）；目前仅有 5 家企业，价格保持较好（图表 5），预计未来有望保持 50% 高速增长。
  - 缬沙坦氢氯噻嗪片，尽管目前有 10 家企业生产，但是凭借公司降压 0 号和压氏达的渠道，有望维持 30% 增速。

图表 5：国金医药“5D3S”药品评估模型：匹伐他汀片（华润双鹤）



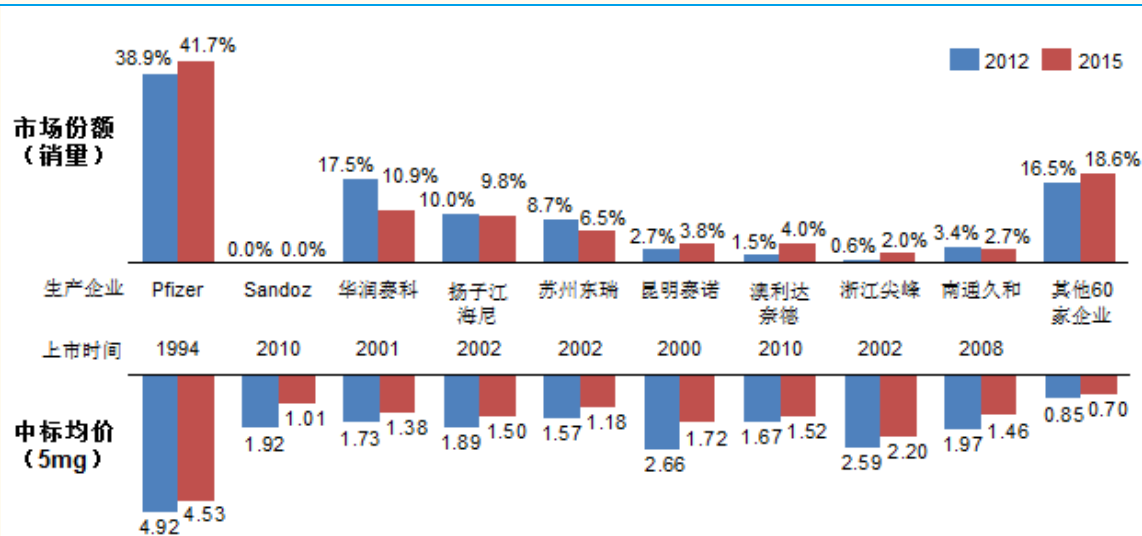
备注：1、市场变动系数>1，表示“新增中标省份>降价”影响  
2、考虑进口替代=短期中性市场变动系数\*(1/国产销量份额)  
3、对上轮没有标的品种，短期趋势为无穷大，图中不显示

来源：药智网，国金证券研究所

### 整合华润赛科，心血管线如虎添翼，一致性评价有望嫁接美国 ANDA 经验

- 2015 年 12 月，公司通过 85% 发行股份、15% 现金的方式，以 35.4 亿人民币的对价收购同一控制人下企业华润赛科。
- 华润赛科超过 60% 的收入来源于降压药领域（氨氯地平、缬沙坦及其复方），能够弥补“降价 0 号”单产品的风险，进行更好的渠道互补，心血管产品线的竞争力大幅提升。
- 核心品种氨氯地平，国内首仿，凭借美国 ANDA 优势，国内价格体系维护较好，具备很大的进口替代空间。
  - 目前氨氯地平生产企业分为四个梯队：原研由于单独质量层次，定价体系稳固；第一梯队华润赛科、扬子江海尼、苏州东瑞价格承压，同时丢失市场份额；第二梯队昆明赛诺、浙江尖峰、澳利达奈德通过中国特色“改剂型、改酸根”抢得一些市场份额；第三梯队恶性竞争，价格体系崩溃（日服用金额不足 1 元），尽管占据一部分市场份额，但每家企业规模都很小。（图表 6）
  - 由于多数省份 2015 年药品集中采购方案里已规定“美国、欧盟等成熟市场获批药品”、“通过一致性评价的药品”和过期专利药在一个质量层次，因此赛科的氨氯地平价格在经历过一轮下跌后，价格已经企稳，目前执行标均价 1.38 元/片，最新福建中标价 1.24 元/片。
  - 随着一致性评价的推进，第二梯队“改剂型、改酸根”通过一致性评价的机会都比较渺茫，第三梯队价格体系已经崩溃，只有第一梯队的企业能够抢夺原研药企超过 40% 的市场。

图表 6：氨氯地平生产企业市场份额与中标价格



来源：药智网，IMS，国金证券研究所

- 截止 2017 年 4 月 7 日，华润双鹤及子公司共备案了 27 个品种的一致性评价，华润赛科的核心品种均已备案，我们认为公司体系内药品有望借助赛科成熟市场申报的技术和经验，更为顺利地通过一致性评价的考核。
- 赛科的氨氯地平片 (A090752)、左乙拉西坦片 (A205102) 均已获得 FDA ANDA，未来有望通过优先审评通道申报国内上市，视同通过一致性评价。
- 赛科目前生产线均已通过 FDA 和欧盟 GMP 认证，公司体系内品种有望嫁接技术和经验。

图表 7：华润双鹤及体系内公司一致性评价备案品种 (截止 20170407)

药品通用名	规格	是否为289目录品种	联系人	备案时间
缬沙坦胶囊	80mg	是-178	华润赛科	2016-6
盐酸特拉唑嗪片	2mg	是-159	华润赛科	2016-11
苯磺酸氨氯地平片	5mg	是-127	华润赛科	2016-7
缬沙坦氢氯噻嗪片	92.5mg	否	华润赛科	2016-7
单硝酸异山梨酯缓释胶囊 (I)	40mg	否	华润赛科	2016-7
非那雄胺片	5mg	否	华润赛科	2016-7
盐酸二甲双胍片	0.25g	是-37	华润双鹤	2016-6
地红霉素肠溶片	0.25g	是-168	华润双鹤	2016-6
别嘌醇片	0.1g	是-132	华润双鹤	2016-11
环酯红霉素片	0.125g/0.25g	否	华润双鹤	2016-6
匹伐他汀钙片	1mg	否	华润双鹤	2016-6
匹伐他汀钙片	2mg	否	华润双鹤	2016-6
替米沙坦胶囊	40mg	否	华润双鹤	2016-6
甲硝唑片	0.2g	是-4	晋新双鹤	2016-10
盐酸雷尼替丁胶囊	0.15g	是-10	晋新双鹤	2016-10
克拉霉素片	0.25g	是-98	双鹤利民	2016-6
辛伐他汀片	10mg	是-91	双鹤利民	2016-6
阿奇霉素胶囊	0.25g	是-88	双鹤利民	2016-6
诺氟沙星片	0.1g	是-71	双鹤利民	2016-7
甲硝唑片	0.2g	是-4	双鹤利民	2016-7
盐酸环丙沙星片	0.25g	是-39	双鹤利民	2016-7
硝苯地平缓释片 (II)	20mg	是-233	双鹤利民	2016-6
马来酸依那普利片	10mg	是-140	双鹤利民	2016-6
替硝唑片	0.5g	是-106	双鹤利民	2016-6
盐酸雷尼替丁胶囊	0.15g	是-10	双鹤利民	2016-7
格列喹酮片	30mg	否	万辉双鹤	2016-7
盐酸二甲双胍缓释片	0.5g	否	万辉双鹤	2016-7

来源：中检所，国金证券研究所

### 济南利民、海南中化联合拉开杠杆经营序幕，扩展专科产品线、提升 ROE

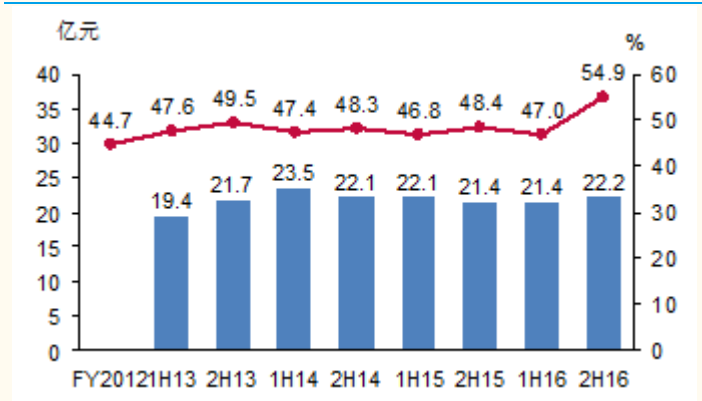
- 有别于华润赛科同一实际控制人下的企业合并，济南利民、海南中化均为体系外公司，且均以现金收购，增加经营杠杆，提升股东权益回报。
- 截止 2017 年一季报，公司没有任何长期和短期借款，货币资金高达 16.67 亿，公司经营杠杆还有很大的空间。
- 公司年报中提及：公司围绕战略落地，积极开展外延扩张，与战略领域内多家并购对象进行了接触、谈判，力争完成年度并购计划。我们认为公司的外延并购策略与经营杠杆的提升相符现成，既能提升了股东回报，又能扩充产品线。

### 大输液行业出现回暖迹象，双鹤由于产品结构，提升空间最大

#### 行业三巨头收入企稳，毛利率进入上升周期

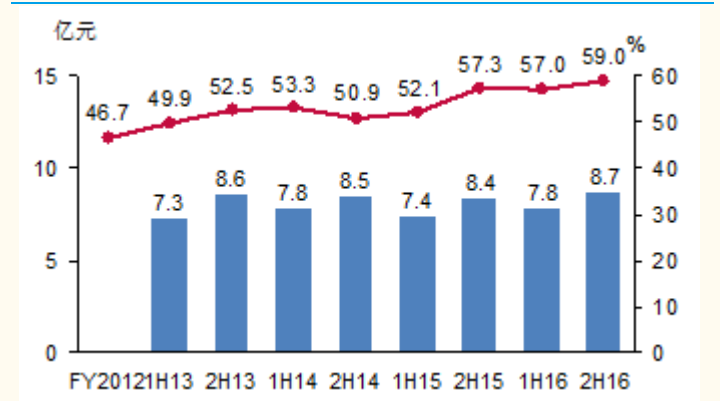
- 大输液行业自 13 年以来，经历了政策限制、行业竞争加剧引发的量价齐跌，在这一过程中行业集中度有所提升，形成了行业三巨头：科伦药业、华润双鹤、石四药集团，约占到行业 50% 市场份额。
- 科伦药业 13 年以来，收入较为稳定，毛利率稳中向上。

图表 8：科伦药业-普通输液收入和毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

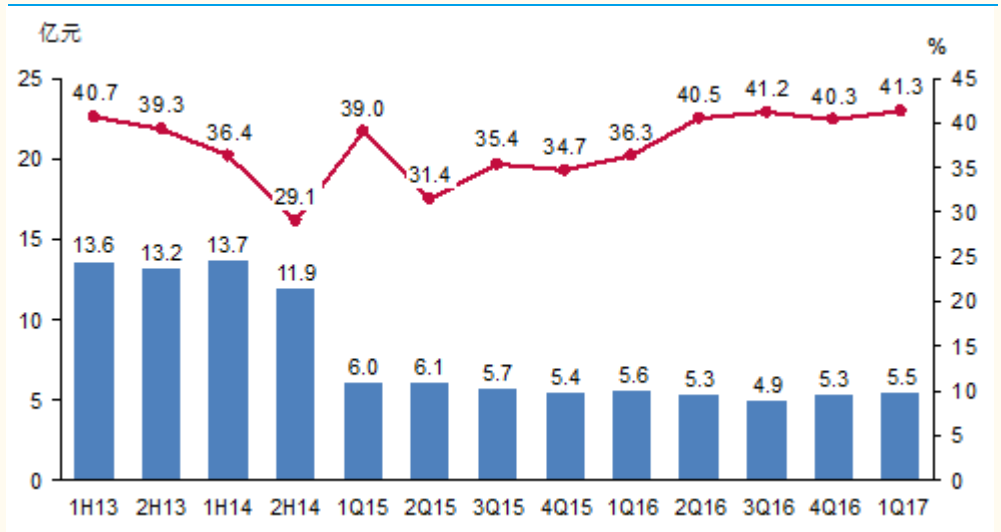
图表 9：科伦药业-营养治疗输液收入和毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- 华润双鹤在经历了 13-14 年毛利率的剧烈下滑后，逐步通过产品结构的调整，收入下降速度趋缓；明显看到 4Q15 以来，季度收入平稳，毛利率已进入上升通道。

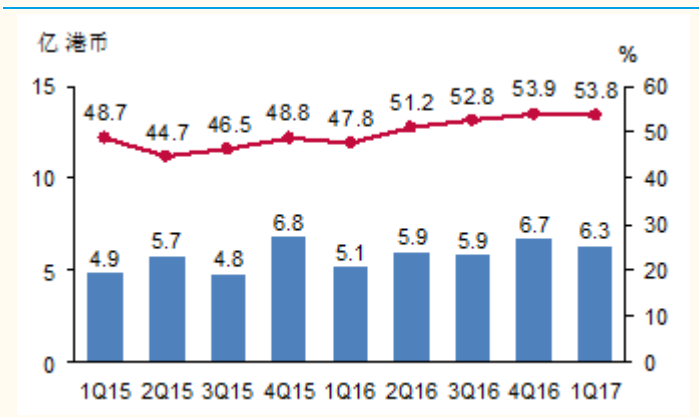
图表 10: 华润双鹤-输液收入和毛利率



来源: 中检所, 国金证券研究所

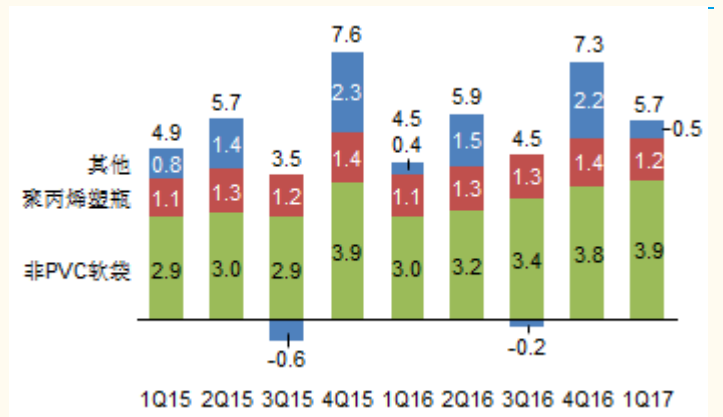
- 石四药集团业务收入主要来源于静脉输液, 可以看到从 1Q15 以来收入稳中有升, 毛利率上升并维持在 50% 以上已达 4 个季度, 对应可以看出非 PVC 软袋 (包含直立式) 收入连续 5 个季度环比上升。

图表 11: 石四药集团-收入和毛利率



来源: 国金证券研究所

图表 12: 石四药集团-静脉输液收入构成 (亿港币)



来源: 国金证券研究所

双鹤塑瓶占比大, BFS 等高毛利品种快速放量有望大幅改善毛利率

- 双鹤大输液业务中, 塑瓶占比远高于科伦和石四药集团, 因此毛利比两者都低。
- 公司本身在收缩塑瓶业务, 15 年相比 14 年销量下滑 16.3%; 同时我们发现大输液在多数省份属于直接挂网品种, 政策对价格不再是一味一致, 提供了谈判的余地, 我们发现在部分地区, 如安徽出现了提价的情况, 安徽双鹤利润已有所回升。



图表 13: 公司大输液子公司净利润情况 (百万人民币)

	2013	2014	2015	2016
安徽双鹤	152	112	62	67
京西双鹤	14	2		42
长富金山	44	20	9	
双鹤华利	4	8		
佛山双鹤	16			

来源: 国金证券研究所

- 新包装品种销量占比在提升, 拉升毛利率。2016 年公司软袋 (含直立式) 达到 502.7 百万袋, 增速 11%, 预计收入已超过塑瓶。
- 公司独家的三合一 BFS 包材, 2016 年增速 38%, 单价是老产品的 2-6 倍, 净利润率能达到 15%, 随着各省招标的推进, 有望放量, 如湖北单省中标就卖了 2000 万。
- 输液板块预计 16 年贡献净利润约 1.2 亿, 新包材销量的增长, 尤其是 BFS 包材放量, 有望贡献较大的利润弹性。

### 盈利预测与投资建议

- 基于化药板块核心品种提价, 二线品种新近医保放量大输液回暖, 我们预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 878/1,020/1,156 百万人民币, 对应增速 22.9%/16.2%/13.3%。
- 我们认为公司作为华润医药体系内“化学药”平台的定位明确后, 管理效率提升, 外延收购重启, 进入新的阶段。
- 根据目前已有业务, 我们估算 3 年利润峰值有望达到 14 亿, 降压 0 号 3 亿、赛科 3 亿 (压氏达 2.5 亿, 其他 0.5 亿)、匹伐他汀等二线成长品种 2.5 亿、大输液 2.5 亿、利民和中化联合 1.5 亿、其他普药等 1.5 亿。
- 考虑到公司制剂和大输液业务景气度都在提升, 给予 2017 年 25x, 目标价 30.3 元/股, 给予“买入”评级。

### 风险提示

- 产品提价低预期; 收购资产整合不利; 招标执行低预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,281	5,138	5,495	5,937	6,301	6,673
增长率		20.0%	6.9%	8.1%	6.1%	5.9%
主营业务成本	-2,206	-2,473	-2,576	-2,661	-2,750	-2,849
%销售收入	51.5%	48.1%	46.9%	44.8%	43.6%	42.7%
毛利	2,075	2,665	2,918	3,276	3,551	3,824
%销售收入	48.5%	51.9%	53.1%	55.2%	56.4%	57.3%
营业税金及附加	-50	-72	-93	-89	-95	-100
%销售收入	1.2%	1.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-932	-1,226	-1,318	-1,401	-1,474	-1,548
%销售收入	21.8%	23.9%	24.0%	23.6%	23.4%	23.2%
管理费用	-472	-623	-650	-695	-725	-754
%销售收入	11.0%	12.1%	11.8%	11.7%	11.5%	11.3%
息税前利润 (EBIT)	620	745	858	1,091	1,258	1,421
%销售收入	14.5%	14.5%	15.6%	18.4%	20.0%	21.3%
财务费用	18	21	7	7	9	13
%销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-5	-25	-33	-10	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	24	11	5	5	5
%税前利润	0.7%	2.9%	1.2%	0.4%	0.4%	0.3%
营业利润	638	764	843	1,093	1,271	1,439
营业利润率	14.9%	14.9%	15.3%	18.4%	20.2%	21.6%
营业外收支	20	42	64	25	25	25
税前利润	658	807	907	1,118	1,296	1,464
利润率	15.4%	15.7%	16.5%	18.8%	20.6%	21.9%
所得税	-115	-142	-168	-210	-246	-278
所得税率	17.4%	17.6%	18.5%	18.8%	19.0%	19.0%
净利润	544	665	739	908	1,050	1,186
少数股东损益	2	4	25	30	30	30
归属于母公司的净利润	542	661	714	878	1,020	1,156
净利率	12.7%	12.9%	13.0%	14.8%	16.2%	17.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	544	665	739	908	1,050	1,186
非现金支出	241	295	347	316	322	330
非经营收益	-10	-32	-37	-104	-30	-30
营运资金变动	-68	-218	-258	186	-341	-106
经营活动现金净流	707	709	790	1,305	1,001	1,380
资本开支	-133	-155	-109	-693	-93	-54
投资	-346	-605	258	0	0	0
其他	127	49	15	5	5	5
投资活动现金净流	-352	-710	163	-688	-88	-49
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-210	-156	-40	-113	0	1
其他	-200	-427	-185	-202	-87	-94
筹资活动现金净流	-410	-584	-225	-315	-87	-93
现金净流量	-56	-584	729	303	826	1,238

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,366	778	1,487	1,790	2,616	3,854
应收账款	1,270	1,633	1,779	1,889	2,005	2,124
存货	654	809	763	838	866	898
其他流动资产	631	540	277	288	292	295
流动资产	3,921	3,759	4,306	4,806	5,779	7,171
%总资产	59.2%	48.4%	52.2%	52.5%	58.2%	64.8%
长期投资	49	52	38	38	38	38
固定资产	2,054	2,444	2,361	2,240	2,035	1,792
%总资产	31.0%	31.5%	28.7%	24.5%	20.5%	16.2%
无形资产	499	1,382	1,435	1,968	1,969	1,962
非流动资产	2,698	4,004	3,936	4,347	4,144	3,893
%总资产	40.8%	51.6%	47.8%	47.5%	41.8%	35.2%
资产总计	6,619	7,763	8,242	9,154	9,923	11,064
短期借款	0	30	0	0	0	0
应付款项	694	695	668	1,032	825	782
其他流动负债	133	379	348	255	268	359
流动负债	826	1,104	1,015	1,287	1,093	1,141
长期贷款	0	11	0	0	0	1
其他长期负债	109	214	188	0	0	0
负债	935	1,329	1,203	1,287	1,093	1,142
普通股股东权益	5,679	6,107	6,686	7,484	8,418	9,479
少数股东权益	5	327	352	382	412	442
负债股东权益合计	6,619	7,763	8,242	9,154	9,923	11,064

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.948	0.912	0.986	1.212	1.408	1.596
每股净资产	9.934	8.429	9.229	10.331	11.619	13.085
每股经营现金净流	1.236	0.979	1.091	1.802	1.382	1.905
每股股利	0.060	0.060	0.060	0.110	0.120	0.130
回报率						
净资产收益率	9.54%	10.83%	10.68%	11.73%	12.12%	12.19%
总资产收益率	8.19%	8.52%	8.67%	9.59%	10.28%	10.45%
投入资本收益率	9.01%	9.37%	9.83%	11.26%	11.54%	11.60%
增长率						
主营业务收入增长率	-37.36%	20.03%	6.94%	8.05%	6.13%	5.91%
EBIT增长率	-22.23%	20.12%	15.05%	27.24%	15.29%	13.00%
净利润增长率	-37.76%	21.99%	8.04%	22.92%	16.20%	13.32%
总资产增长率	2.14%	17.28%	6.16%	11.07%	8.40%	11.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.7	53.1	59.5	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	100.9	107.9	111.3	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	75.9	65.4	56.2	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	157.9	158.6	150.7	131.4	111.4	91.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.04%	-11.46%	-21.13%	-22.75%	-29.63%	-38.83%
EBIT利息保障倍数	-33.8	-36.1	-118.1	-160.8	-137.9	-106.4
资产负债率	14.12%	17.12%	14.60%	14.06%	11.01%	10.32%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.33</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD