

2017年6月13日

合理价格区间：51.51-67.05元

卫光生物(002880)

医药生物

证券研究报告

新股定价报告

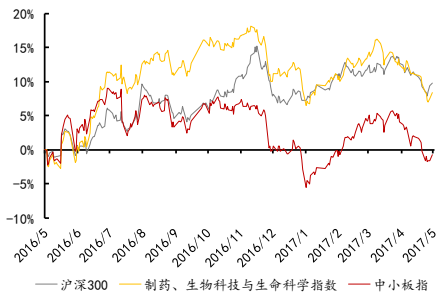
公司研究

财通证券研究所

发行上市资料

发行价(元)	25.11
发行市盈率	13.27
参考行业市盈率	38.55
发行新股数(万股)	2,700
老股东转让数(万股)	0
发行后总股数(万股)	10,800

行业指数最近12月走势



联系信息

证券分析师：沈瑞
 SAC证书编号：S0160517040001
 Email：shenr@ctsec.com

财务指标

	2016年
销售毛利率(%)	47.39
销售净利率(%)	27.07
ROE(%)	30.26
营业收入增幅(%)	13.01
营业利润增幅(%)	21.19
净利润增幅(%)	22.72
资产负债率(%)	44.34
流动比率	1.61
速动比率	0.28
每股经营性净现金流量	1.37

两广地区技术规模较强 受益行业稳步增长

投资要点：

● 血液制品批件储备丰富，经营业绩持续增长

公司主营业务为血液制品的研发、生产和销售，公司现已取得3大类9种产品21种规格的血液制品产批准文号。受益于血制品行业供不应求、量价齐升的良好发展态势，公司经营业绩持续增长，营业收入由2014年的45,277.33万元增长至2016年的56,613.66万元，增幅达25.04%，复合增长率11.82%；净利润由2014年的10,054.15万元增长至2016年的15,322.70万元，增幅达52.40%，复合增长率23.45%。

● 两广地区优势较强，品牌知名度较高，销售渠道稳定

公司自1986年成立至今已有30多年历史。卫光生物作为老牌的血液制品企业，产品质量优良，拥有较高知名度及良好口碑。公司与多数主要客户均有10年以上的合作历史，有些客户甚至已超20年。16年公司营业收入主要集中于华南地区，占比为67.28%，其中在广东拥有稳固的市场份额，拥有较强的区域竞争优势，提供了较强的盈利保证。

● 募集资金投向三大建设项目

公司本次拟公开发行2,700万股人民币普通股A股，占发行后总股本的25.00%，发行价格为25.11元。募集资金将用于投资特异性免疫球蛋白及凝血因子类产品产业化项目、单采血浆站改扩建项目、工程技术研究开发中心建设项目以及偿还银行贷款。建设投产后，将促进公司采浆量增长，扩大原有特异性免疫球蛋白的产能，为凝血因子等新产品开发提供条件，提高血浆综合利用率，增加产品种类，从而摊薄单位产品生产成本，提升利润空间。

● 盈利预测与投资建议

预计公司2017~2019年EPS分别为2.28元、2.77元、3.35元，对应2017~2019年PE分别为11.0倍、9.1倍、7.5倍，我们认为公司的合理市值为55.63~72.41亿元，对应2017年的股价合理区间为51.51~67.05元。

● 风险提示

公司可能面临血浆原料供应不足风险、研发项目未按预期顺利开展的风险。

表 1：公司财务及预测数据摘要

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	501	566	667	789	927
增长率	10.64%	13.01%	17.82%	18.31%	17.53%
归属母公司股东净利润(百万元)	124.86	153.23	185.00	224.63	271.52
增长率	24.18%	22.72%	20.73%	21.43%	20.87%
每股收益(元)	1.54	1.89	2.28	2.77	3.35
市盈率(倍)	16.3	13.3	11.0	9.1	7.5

数据来源：Wind, 财通证券研究所

目录

1 公司概况.....	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 公司股权结构.....	4
2 行业分析.....	5
2.1 国际血制品行业发展概况.....	5
2.2 国内血制品行业规模增速.....	5
2.3 国内血制品行业竞争格局.....	8
2.4 行业供求及利润情况.....	9
3 公司业绩情况.....	10
3.1 公司收入及增速.....	10
3.2 公司收入结构.....	11
4 公司主营业务竞争格局.....	12
4.1 主要产品市场占有率.....	12
4.2 浆站数量及采浆量.....	13
4.3 毛利率比较.....	14
5 募集资金主要用途.....	14
6 盈利预测与投资建议.....	15
7 风险提示.....	15

图目录

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 2011 年-2016 年全国采浆量及增速.....	5
图 3: 2011 年-2016 年人血白蛋白批签发数量规模及增速.....	6
图 4: 2011 年-2016 年静免批签发数量规模及增速.....	6
图 5: 2011 年-2016 年乙型肝炎人免疫球蛋白批签发数量规模及增速.....	7
图 6: 2011 年-2016 年破伤风人免疫球蛋白批签发数量规模及增速.....	7
图 7: 2011 年-2016 年人凝血因子VIII批签发数量规模及增速.....	8
图 8: 2011 年-2016 年人纤维蛋白原批签发数量规模及增速.....	8
图 9: 同行业公司血浆站示意图.....	9
图 10: 人血白蛋白市场格局.....	9
图 11: 静免市场格局.....	9
图 12: 国际血液制品利润分布与成本结构示意图.....	10
图 13: 公司营业收入及增速.....	11
图 14: 公司归母净利润及增速.....	11
图 15: 公司毛利率和净利率.....	11
图 16: 公司期间费用率.....	11
图 17: 2016 年公司主营业务收入结构.....	12
图 18: 2016 年公司主营业务毛利结构.....	12
图 19: 2016 年公司主要产品毛利率.....	12
图 20: 2016 年公司销售收入区域分布.....	12
图 21: 2016 年人血白蛋白批签发占比.....	13
图 22: 2016 年静注人免疫球蛋白批签发占比.....	13
图 23: 2016 年人血白蛋白批毛利率比较.....	14

图 24：2016 年静注人免疫球蛋白毛利率比较..... 14

表目录

表 1：公司财务及预测数据摘要.....	1
表 2：公司产品批签发份额占比及排名.....	13
表 3：同行业公司浆站数量对比.....	13
表 4：公司募集资金主要用途.....	15
表 5：公司财务报表及指标预测.....	16

1 公司概况

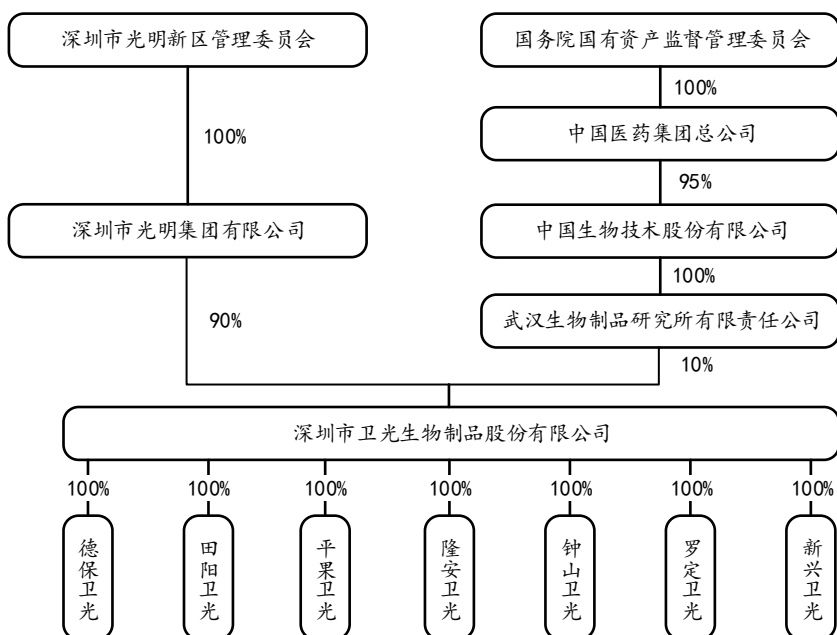
1.1 公司简介

卫光生物是由卫光有限以经审计的净资产整体变更发起设立的股份有限公司，发起人为深圳市光明集团有限公司和武汉生物制品研究所有限责任公司等2家国有法人单位。公司是一家从事生物制品生产、销售及研发的国家级高新技术企业，先后承担多项国家、省市级科技攻关项目，其中静注人SARS免疫球蛋白的研发被列为国家863重大攻关项目。公司现已取得3大类9种产品21种规格的血液制品产品批准文号，主要产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白。公司拥有7家单采血浆站（全国占比为2.88%，排名第5），其中5家位于广西，2016年超过319吨，拥有的浆站数量及采浆量均处于行业中上游水平。经过多年营，卫光品牌在广东地区拥有稳固的市场份额生物，拥有较强的区域竞争优势。

1.2 公司股权结构

光明集团是发行人的控股股东，持有发行人7,290万股，占本次发行前公司股份总数的90%。深圳市光明新区管理委员会持有光明集团100%的股权，为发行人的实际控制人。公司拥有7家全资子公司，子公司主要业务为原料血浆采集，并将采集血浆提供给公司用于生产血液制品。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告、财通证券研究所

2 行业分析

2.1 国际血制品行业发展概况

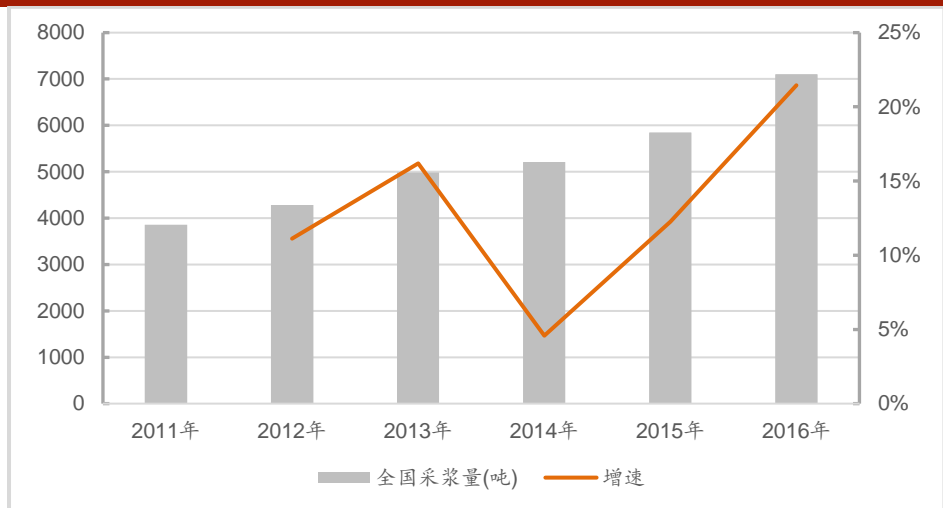
目前全球年采血浆量约为30,000吨,其中CSLBehring、Baxter、Grifols、Octapharma等几大巨头的采浆量占了主要市场的80%左右。随着世界范围内陆续发生血液制品安全事件后,各国政府加强了监管,加上企业的兼并重组,目前国外只剩下不到20家血液制品企业,其中美国5家,欧洲8家,而且今后的行业集中度将更为凸显。国际血制品巨头企业能从血浆中提取20多种蛋白成分,技术实力较强。

2.2 国内血制品行业规模增速

2.2.1 血液制品采浆量规模及增速

截至2016年12月31日,全国单采血浆站超过200家。2016年采浆量约7,100吨,达到历史新高。2016年增速21%。

图 2: 2011 年-2016 年全国采浆量及增速

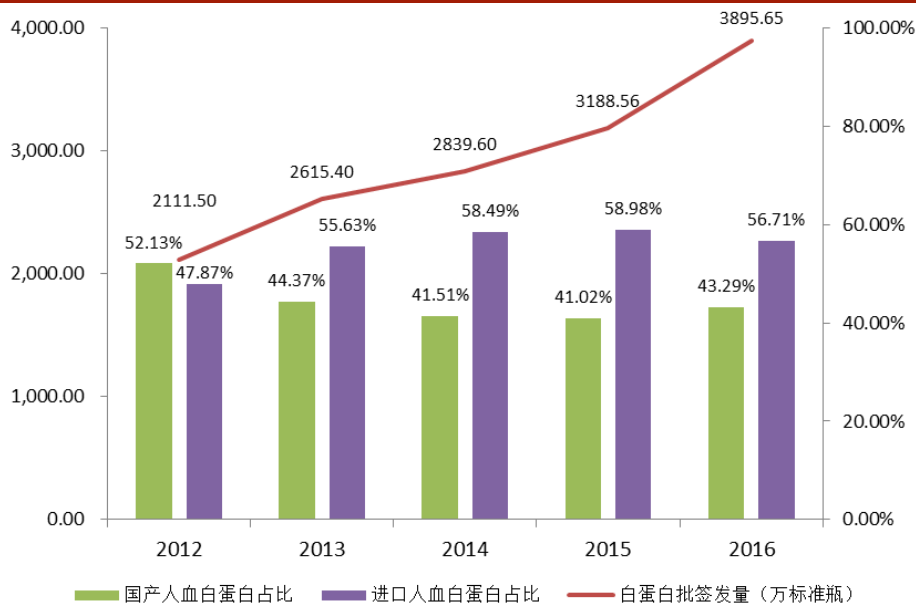


数据来源:招股说明书,财通证券研究所整理

2.2.2 人血白蛋白整体呈现稳步增长态势,进口占比有所提高

2012年-2016年,人血白蛋白的批签发量呈稳步增长的趋势,国产及进口数量均有增长。进口产品增速略快,占比有所提高。

图 3：2011 年-2016 年人血白蛋白批签发数量规模及增速

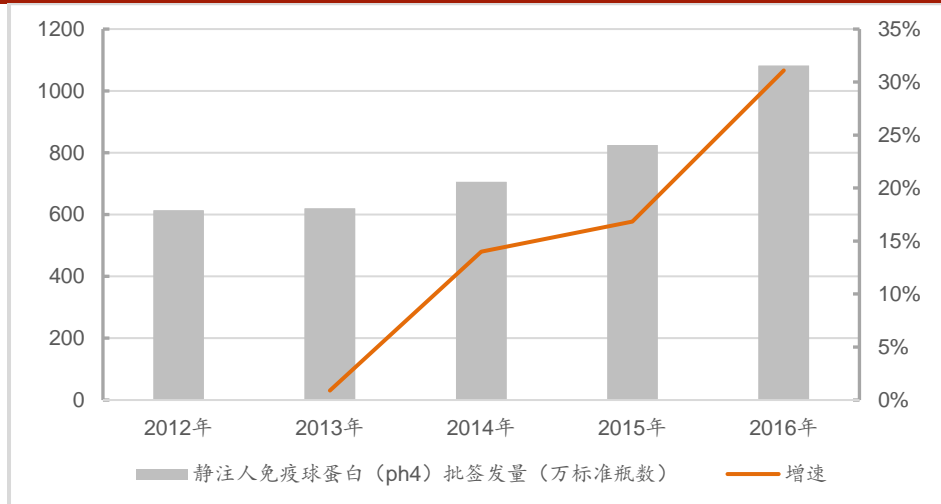


数据来源：招股说明书, 财通证券研究所整理

2.2.3 静注人免疫球蛋白潜力较大，增速近年不断提升

长期来看，人免疫球蛋白市场还有巨大的增长空间和潜力。近年来，随着临床医生对人免疫球蛋白疗效的逐步认可、部分现有药物（如抗生素）局限性的暴露、患者支付能力的增强，治疗有效剂量将向国际先进医疗标准看齐。该产品不允许进口，供不应求的局面将存在较长时间。静免近年来增速不断提升，16年已经达到30%。

图 4：2011 年-2016 年静免批签发数量规模及增速



数据来源：招股说明书, 财通证券研究所整理

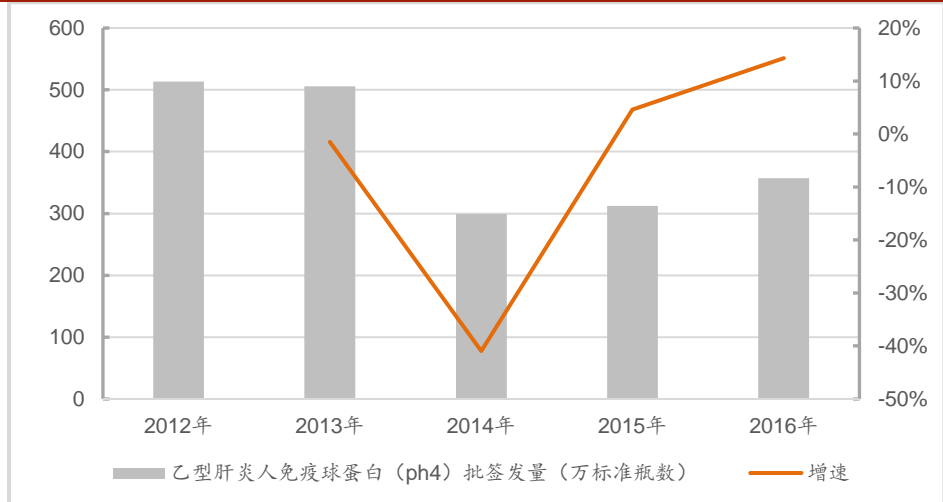
备注：标准瓶为 2.5g (5%, 50ml) /瓶

2.2.4 特异性人免疫球蛋白规模及增速

目前我国生产的特异性人免疫球蛋白主要有乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免

疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白等品种。我国是乙肝发病大国，HBsAg阳性及患者基数较大。乙肝免疫球蛋白14年规模大幅下降，16年增速10%，恢复增长。

图 5：2011 年-2016 年乙型肝炎人免疫球蛋白批签发数量规模及增速

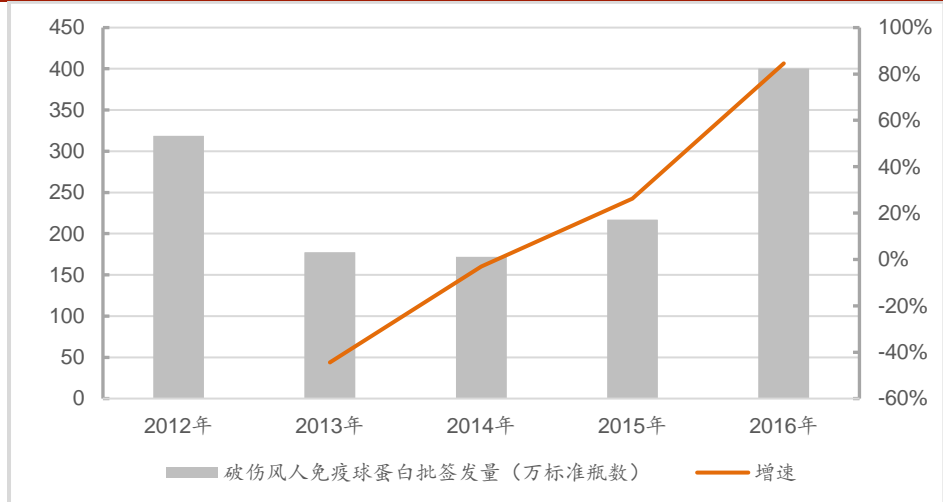


数据来源：招股说明书，财通证券研究所整理

备注：标准瓶为 100IU (1.0ml) /瓶

破伤风人免疫球蛋白是破伤风抗毒素的升级换代产品，其安全性及防治有效性都远远高于破伤风抗毒素。随着医疗环境及支付能力的提高，其市场的容量将逐渐增大。16年增速达80%。

图 6：2011 年-2016 年破伤风人免疫球蛋白批签发数量规模及增速



数据来源：招股说明书，财通证券研究所整理

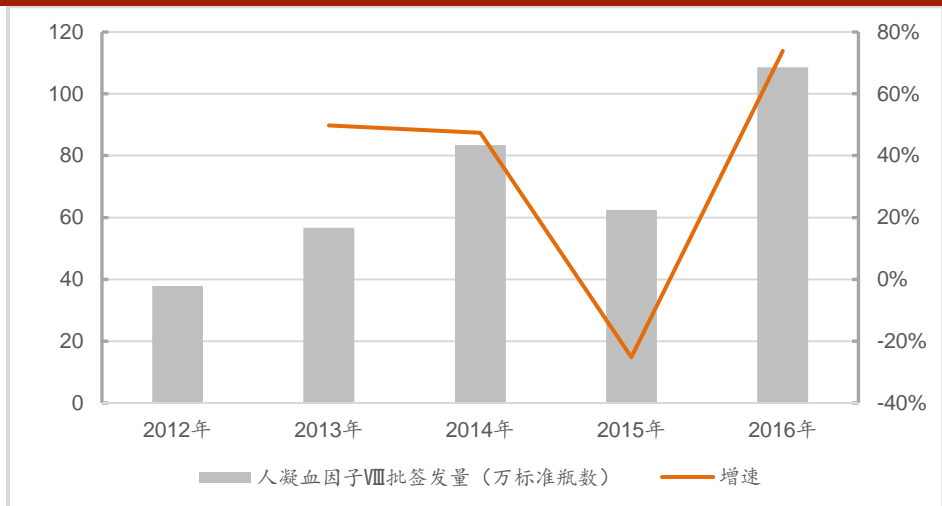
备注：标准瓶为 250IU/瓶

2.2.5 凝血因子类产品均步入高速增长阶段

凝血因子类产品市场还有巨大的增长空间和潜力。例如血友病是需要长期依赖于凝血因子来治疗出血的一种伴随终身的疾病。凝血因子是全球血液制品销售金额最大的品种，目前我国人均凝血因子使用量处于极低水平，随着我国医疗卫生水平的不断提高，凝血因子在国内市场上将有着非常广阔的前景。凝血因子类产品

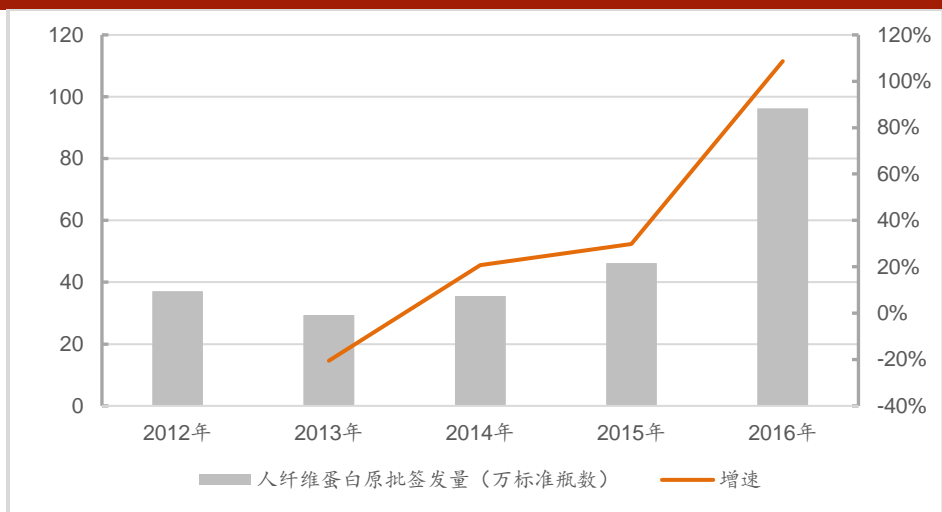
主要包括人凝血因子VIII、人凝血酶原复合物、人纤维蛋白原等。国内只有少数生产厂家生产。

图 7：2011 年-2016 年人凝血因子 VIII 批签发数量规模及增速



数据来源：招股说明书, 财通证券研究所整理
备注：标准瓶为 200IU/瓶

图 8：2011 年-2016 年人纤维蛋白原批签发数量规模及增速



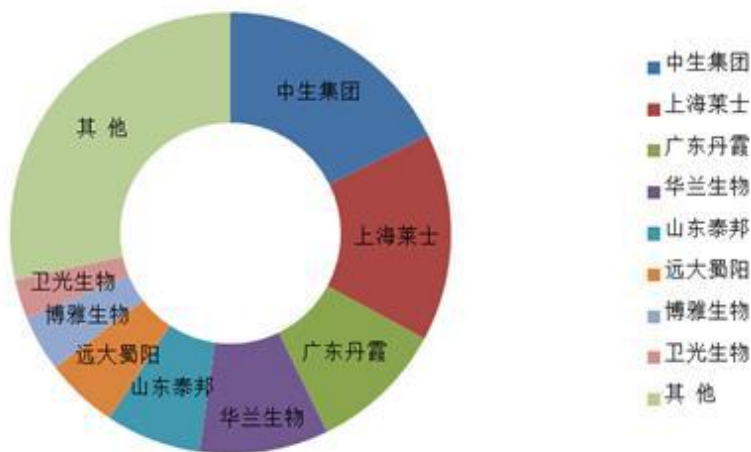
数据来源：招股说明书, 财通证券研究所整理
备注：标准瓶为 0.5g/瓶

2.3 国内血制品行业竞争格局

25家血液制品企业中，浆站数相对集中，浆站数排名前五企业占有浆站数超过50%。目前上海莱士、天坛生物、泰邦生物、华兰生物等几家大型的血液制品公司已经控制了较多的浆站资源。

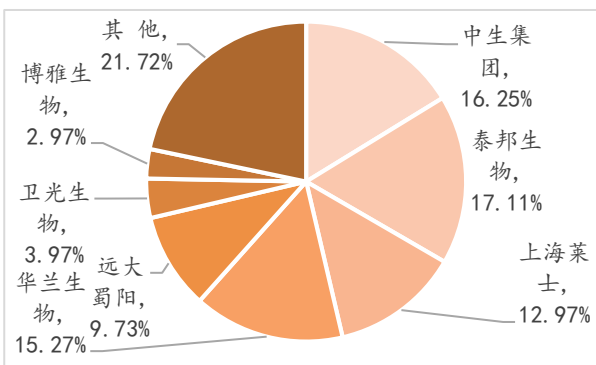
静注人免疫球蛋白（pH4）的市场份额较为集中，25家血液制品企业中，前五大企业市场占有率总计达60%以上。

图 9：同行业公司血浆站示意图



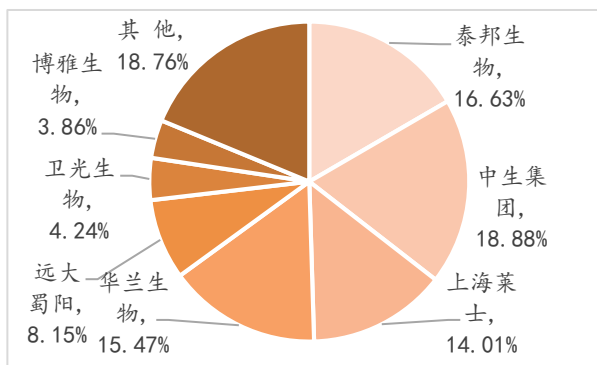
数据来源：招股说明书，财通证券研究所整理

图 10：人血白蛋白市场格局



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 11：静免市场格局



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

2.4 行业供求及利润情况

2.4.1 行业整体仍处于供不应求阶段

国内血液制品市场受政策影响较大，目前处于供需失衡的状况，国内市场的增长主要靠原料血浆供应的逐步回升和产品品种的增加。短期来看，竞争的关键在于浆站资源的控制。

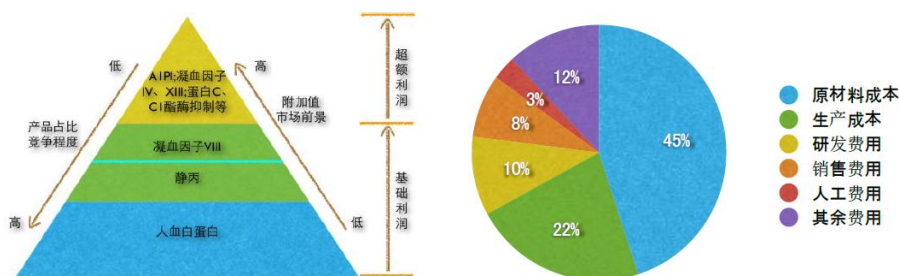
在过去血液制品行业的整顿中，单采血浆站的整顿一直是重点所在。部分单采血浆站在整顿的过程中关闭，这直接造成我国原料血浆供应量由2006年高峰的5,000吨左右降到了2007年低谷的约2,500吨左右，下降了一半。血浆的不足限制了企业的产量，造成市场供不应求的局面，使得价格上涨。直至2014年采浆量才逐步上升到5,000吨左右，2015年采浆量约为5,800吨，2016年采浆量约为7,100吨。而当前国内人血白蛋白的市场需要10,000-12,000吨血浆才能满足。

2.4.2 长远来看技术仍是核心竞争力，技术可以提高毛利率

从长远来看，随着国内血液制品行业的逐步规范，投浆量稳步上升，当原料血浆供应充足，产能突破投浆量的限制后，国内的增长模式必然向国外靠拢：血液制品企业实现对产量的控制，根据市场来调节产量，并且通过技术的进步来扩大市场容量。

由于各种蛋白成分在血浆中的含量基本是固定的，故企业从血浆中提取的产品品种越多，取得的产值就越高，同时单个产品应分摊的成本就越少。随着国内血液制品市场的发展，当投浆量使国内已有产品达到供需平衡的时候，新产品的研制将成为国内企业竞争的另一个战场，率先推出新产品的企业不仅能够占领国内的市场空白，获得更大的收入，同时也能够摊薄企业的生产成本，在竞争中占得先机。

图 12：国际血液制品利润分布与成本结构示意图



数据来源：招股说明书，财通证券研究所整理

2.4.3 采浆成本不断提高

收入水平的提高可能使得原有献浆员的积极性降低。本公司为了鼓励献浆，单次献浆的误工费已由早期的80元/次，提高到现在的近300元/次，并且还在持续提升。每次采浆量不超过600g，每吨血浆的直接成本至少约55万元，综合采浆成本已经超过80万元/吨。随着监管的深入，企业必须对浆站进行改造以符合更严格规范，这也将提升企业的成本。

3 公司业绩情况

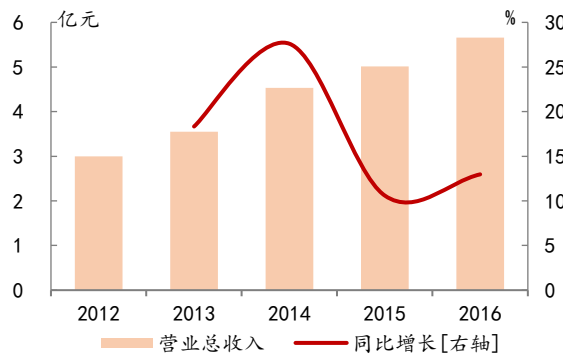
3.1 公司收入及增速

公司主营业务为血液制品的研发、生产和销售。2014年以来，公司经营业绩持续增长，营业收入由2014年的45,277.33万元增长至2016年的56,613.66万元，增幅达25.04%，复合增长率11.82%；净利润由2014年的10,054.15万元增长至2016年的15,322.70万元，增幅达52.40%，复合增长率23.45%。

公司产品的综合毛利率稳定在45%左右。2016年度毛利率增加幅度较大，主要是由于

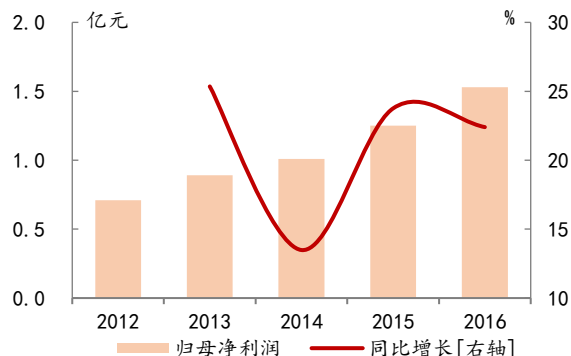
破伤风免疫球蛋白价格上升了96.63%。公司期间费用比较稳定，总体金额随销售规模的增长而有所增加，期间费用约占营业收入的比例17-19%之间。

图 13: 公司营业收入及增速



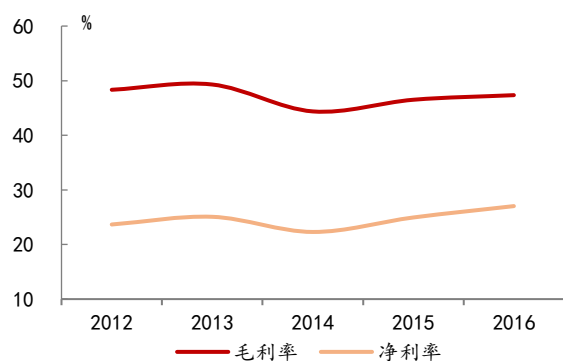
数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 14: 公司归母净利润及增速



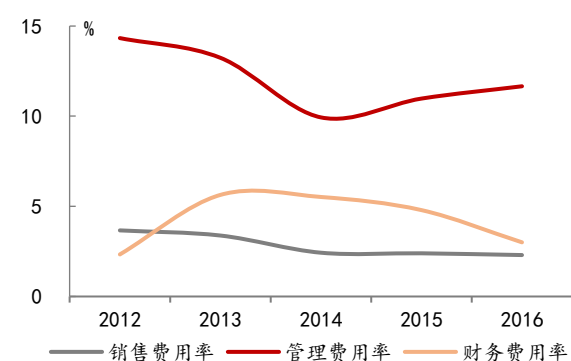
数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 15: 公司毛利率和净利率



数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 16: 公司期间费用率



数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

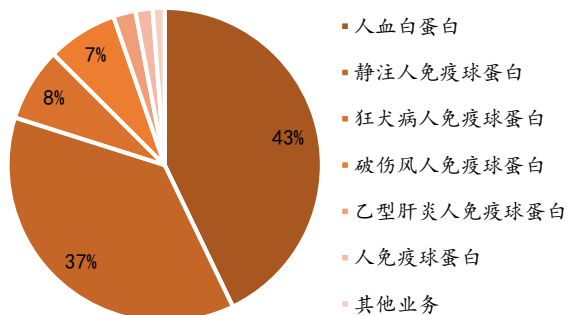
3.2 公司收入结构

从主营业务收入结构看，人血白蛋白及静注免疫球（pH4）在占比较高，分别为43.48%和37.46%。然而从主营业务毛利结构来看，人血白蛋白占比有所下降，为36%，主要是因为目前进口白蛋白较国内价格具有一定优势，市场竞争程度进一步加大。

毛利率方面，2016年公司产品的综合毛利率分别为46.98%，处于稳定状态。具体产品毛利率均存在不同程度的波动，主要与相关产品的价格变化及分摊的原料成本有关。2016年人血白蛋白毛利率为40.05%，小幅下降2.28%；静注人免疫球蛋白毛利率44.73%，小幅下降1.74%。破伤风人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病免疫球蛋白、人免疫球蛋白的毛利率较高。

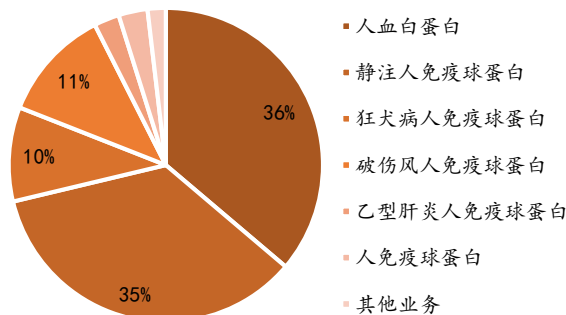
公司销售模式以经销为主，经销商主要集中于华南和华中地区，其中华南地区的销售主要在广东省，这是由公司销售战略与区位优势所致。

图 17: 2016 年公司主营业务收入结构



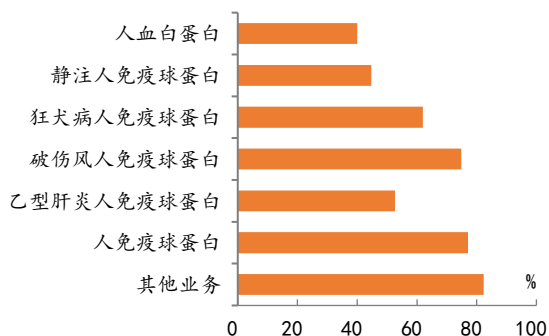
数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 18: 2016 年公司主营业务毛利结构



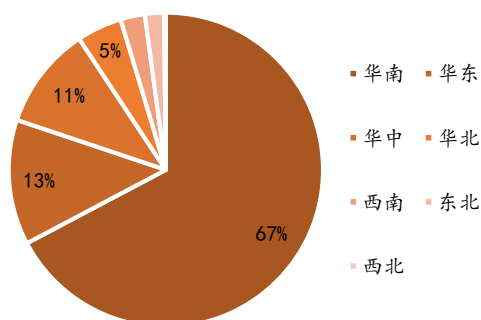
数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 19: 2016 年公司主要产品毛利率



数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 20: 2016 年公司销售收入区域分布



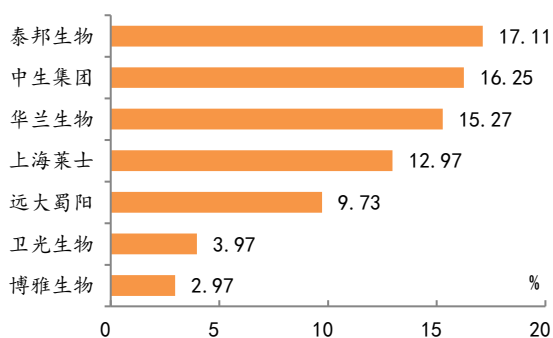
数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

4 公司主营业务竞争格局

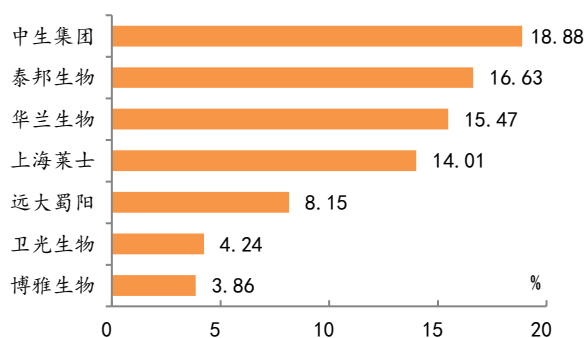
4.1 主要产品市场占有率

公司主要业务为血液制品的生产、销售和研发。公司现已取得3大类9种产品21种规格的血液制品产批准文号,处于行业中游,主要包括:人血白蛋白,人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白(pH4)、冻静注人免疫球蛋白(pH4)、乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、组织胺人免疫球蛋白,人纤维蛋白原。公司目前主要产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白(pH4)、乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白。

人血白蛋白和静注人免疫球蛋白(pH4)为公司两大主要产品。人血白蛋白和静注人免疫球蛋白市场份额较为集中,25家企业中,前五大企业市场占有率总计达60%,而公司的市场占有率分别为人血白蛋白3.97%,静注人免疫球蛋白4.24%。

图 21：2016 年人血白蛋白批签发占比


数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 22：2016 年静注人免疫球蛋白批签发占比


数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

表 2：公司产品批签发份额占比及排名

产品名称	2016 年	2015 年	2014 年	2016 年度排名
人血白蛋白	3.97%	4.77%	5.35%	8
静注人免疫球蛋白	4.24%	4.06%	5.17%	7
人免疫球蛋白	8.85%	20.52%	20.08%	5
乙型肝炎人免疫球蛋白	6.45%	8.47%	15.74%	6
破伤风人免疫球蛋白	7.10%	11.50%	11.21%	6
狂犬病人免疫球蛋白	12.64%	6.54%	7.89%	3

数据来源：公司公告、财通证券研究所

4.2 浆站数量及采浆量

截至2016年12月，国内浆站约240余个。同行业上市企业中，上海莱士有37个浆站，华兰生物有23个浆站，天坛生物有19个浆站。卫光生物目前共7个浆站，其中5个在广西，2个在广东，2014-2016年采浆量分别为230.28吨、253.46吨和319.52吨。相对于同行业已上市公司，发行人浆站数量较少，但在广西浆站中占有率较高。目前公司尚未批准建设新的单采血浆站，采浆量的逐年提升主要来源于现有浆站采浆量的增长。

表 3：同行业公司浆站数量对比

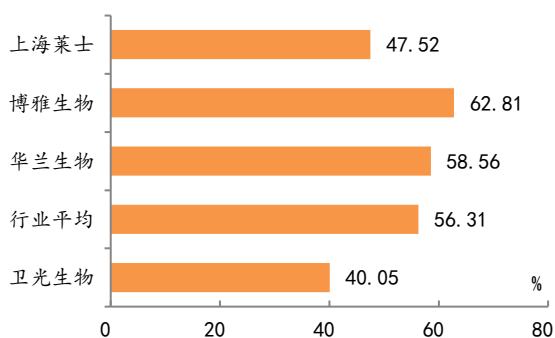
公司	全国	广西	广东
上海莱士	37	7	4
华兰生物	23	4	0
天坛生物	19	0	0
博雅生物	10	0	0
卫光生物	7	5	2
其他	147	9	34

数据来源：公司公告、财通证券研究所

4.3 毛利率比较

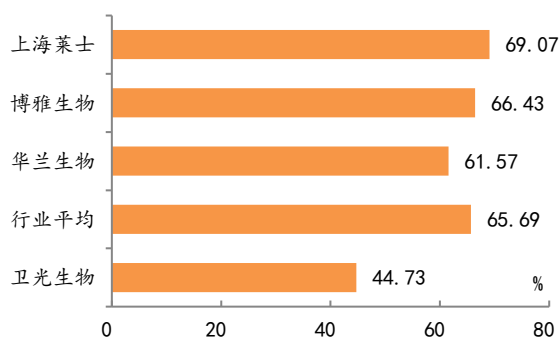
血制品行业具有明显的规模经济效应，血浆处理能力越大，从血浆中提取的产品种类越多，则对血浆的综合利用率越高，产品单位成本越低，经济效益越好。与同行业龙头企业相比，卫光生物暂未能从血浆提取凝血因子VIII、凝血酶原复合物等产品，公司血浆综合利用率有待进一步提高。

图 23：2016 年人血白蛋白批毛利率比较



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 24：2016 年静注人免疫球蛋白毛利率比较



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

5 募集资金主要用途

公司本次拟公开发行 2,700 万股人民币普通股 A 股，占发行后总股本的 25.00%，实际募集资金扣除发行费用后按轻重缓急顺序投资特异性免疫球蛋白及凝血因子类产品产业化项目、单采血浆站改扩建项目、工程技术研究开发中心建设项目以及偿还银行贷款。

特异性免疫球蛋白及凝血因子类产品产业化项目对公司已经建设完成的血液制剂大楼 2-3 层部分厂房进行净化装修，规划面积为 4,000m²，作为本项目产品主要生产车间。建设投产后，将扩大原有特异性免疫球蛋白的生产能力，为凝血因子等新的血液制品开发和生产提供条件，提高血浆综合利用率，有效提高公司的产能、增加血液制品产品种类，从而有效摊薄单位产品的生产成本，实现规模效益，提升利润空间。单采血浆站改扩建项目是对公司已有的平果卫光、隆安卫光、田阳卫光、德保卫光、钟山卫光和罗定卫光等六个单采血浆站进行改扩建，以实现公司采浆量的持续增长，进而维持公司各类产品产量增加。工程技术研究开发中心建设项目将利用公司现有的质控研发大楼预留区域进行中试车间改造项目建设，预计改造面积 2,400 平方米，引进一批研发设备和检测设备，开展研究开发项目，完善工程技术研究中心的硬件设施和实验检测条件。

表 3：公司募集资金主要用途

序号	项目名称	总投资 (万元)	拟使用募集 资金(万元)	建设期
1	特异性免疫球蛋白及凝血因子类产品产业化项目	24,063.25	24,063.25	36个月
2	单采血浆站改扩建项目	5,235.73	5,235.73	24个月
3	工程技术研究开发中心建设项目	14,496.72	14,496.72	72个月
4	偿还银行贷款	18,500.00	18,500.00	

数据来源：公司公告、财通证券研究所

6 盈利预测与投资建议

预计公司2017~2019年EPS分别为2.28元、2.77元、3.35元，对应2017~2019年PE分别为11.0倍、9.1倍、7.5倍，我们认为公司的合理市值为55.63~72.41亿元，对应2017年的股价合理区间为51.51~67.05元。

7 风险提示

公司经营风险主要包括如下几个方面。第一，企业规模相对较小。血液制品企业行业集中度相对较高，前五大企业市场占有率、浆站占有率等占据国内市场50%以上。如果公司不能及时有效地应对市场竞争，将会面临增长放缓、市场份额下降的风险。第二，与行业龙头相比，浆站数量相对较少，若原料血浆产量跟不上业务增长需要，将成为公司进一步发展的瓶颈。第三，血浆利用率有待提高。与同行业龙头企业相比，卫光生物暂未能从血浆提取凝血因子VIII、凝血酶原复合物。

表 5：公司财务报表及指标预测
财务和估值数据摘要

单位:百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	566	667	789	927
增长率(%)	13%	18%	18%	18%
归属母公司股东净利润	153.2	185.0	224.6	271.5
增长率(%)	23%	21%	21%	21%
每股收益(EPS)	1.89	2.28	2.77	3.35
每股经营现金流(元)	1.37	2.32	2.58	3.10
销售毛利率(%)	47%	47%	47%	48%
净资产收益率(%)	30%	30%	29%	29%
市盈率(P/E)	13.3	11.0	9.1	7.5
市净率(P/B)	4.0	3.2	2.6	2.1

利润表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	566	667	789	927
营业成本	298	354	416	486
营业税金及附加	3.00	3.67	4.34	5.10
销售费用	12.8	15.3	17.9	20.8
管理费用	66.5	76.4	87.4	99.5
财务费用	17.4	13.0	12.4	10.4
资产减值损失	-0.06	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	168.6	205.1	251.2	305.7
营业外收支净额	10.9	10.0	10.0	10.0
利润总额	179.5	215.1	261.2	315.7
所得税	26.2	30.1	36.6	44.2
净利润	153.2	185.0	224.6	271.5
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司股东净利润	153.2	185.0	224.6	271.5
每股收益(元)	1.89	2.28	2.77	3.35

资产负债表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	61.9	100.0	100.0	100.0
应收和预付款项	10.9	9.1	10.8	12.7
存货	361.6	400.9	467.0	546.3
其他流动资产	4.7	3.3	3.9	4.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	21.5	21.5	21.5	21.5
固定资产和在建工程	374.0	442.0	500.6	552.6
无形资产和开发支出	75.2	72.2	69.2	66.2
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	909.9	1049.1	1173.0	1303.9
短期借款	218.8	233.6	203.2	147.4
应付和预收款项	6.8	10.7	12.5	14.6
长期借款	76.0	76.0	76.0	76.0
其他负债	54.0	52.5	51.0	49.5
负债合计	403.4	422.4	400.3	354.7
股本	81.0	81.0	81.0	81.0
资本公积	43.3	43.3	43.3	43.3
留存收益	334.6	502.3	648.4	824.8
归属母公司股东权益	506.4	626.7	772.7	949.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益合计	506.4	626.7	772.7	949.2
负债及权益合计	909.9	1049.1	1173.0	1303.9

现金流量表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	111.1	188.1	209.1	250.8
投资性现金净流量	-59.3	-100.0	-100.0	-100.0
筹资性现金净流量	-109.2	-50.0	-109.1	-150.8
现金流量净额	-57.3	38.1	0.0	0.0

数据来源: Wind, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。