

市场价格 (人民币): 11.86 元

## 短期蛰伏不改趋势，定增落地储备未来

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)	486.45
总市值(百万元)	7,566.65
年内股价最高最低(元)	12.93/10.70
沪深 300 指数	3737.87
深证成指	10505.04



## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.520	0.332	0.366	0.455	0.558
每股净资产(元)	6.94	3.73	4.91	5.17	5.47
每股经营性现金流(元)	0.44	0.39	0.53	0.53	0.60
市盈率(倍)	64.57	34.14	32.42	26.11	21.27
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	55.07%	27.64%	26.67%	24.19%	22.75%
净资产收益率(%)	7.49%	8.90%	7.42%	8.76%	10.16%
总股本(百万股)	319.59	639.18	733.40	733.40	733.40

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司在经历制剂高速增长后短期蛰伏，随着制剂产品线的完善增速有望回升。
  - 1) 2013 年是公司从原料转型制剂后的第一次飞跃，高增长延续到 1H16。
  - 2) 成品药对利润贡献已近 50%，原料药毛利率提升也得益于瑞舒的放量。
  - 3) 制剂产品线已成体系，能够支撑长期成长。
- 制剂收入未来三年复合增速有望达到 30%，中枢神经进入收获期。
  - 1) 心血管凭借他汀类最强组合有望保持稳健增长。瑞舒伐他汀有望借助一致性评价缓解价格压力，匹伐他汀独家剂型优势处于招标放量阶段。
  - 2) 消化线在覆盖范围上还有很大提升空间，重点是寻找到合适的代理队伍。
  - 3) 中枢神经多年布局进入收获期，组合效应有望加速成长。
- 器械业务对赌保障全面，细分行业地位稳固。
  - 1) 会计政策差异拉低业绩，对赌补偿严格保障股东权益。
  - 2) 细分领域龙头，tB 业务贡献稳健现金流，tC 业务服务医院，期待增量。
- 新一轮定增已获批准，全力投入研发，有望推动制剂业务更上一个台阶。

## 盈利预测

- 基于公司制剂业务还处于成长期，老品种在短期调整后有望复苏，新品种借助招标放量，未来一年内中枢神经板块多个在研品种有望落地，我们认为制剂业务有望重回 30% 增长，预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 268/333/409 百万人民币，对应增速 26.67%/24.19%/22.75%。

## 投资建议

- 我们认为公司制剂业务不仅受益于一致性评价等政策，而且产品线目前拥有较小的梯队，有望恢复增长；制剂业务不及承诺对公司的影响已经被消化；定增即将落地，布局研发，公司有未来成长空间。
- 目前对应 17 年估值 28.2x (增发摊薄后预计 32.4x)，给予“增持”评级。

## 风险

- 一致性评价鼓励政策落实低预期、产品放量低预期、药品审评进度低预期、收购资产整合不利、研发投入费用化加大。

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

公司在经历制剂高速增长后短期蛰伏，随着制剂产品线的完善增速有望回升...	4
2013年是公司从原料转型制剂后的第一次飞跃，高增长延续到1H16.....	4
成品药对利润贡献已近50%，原料药毛利率提升也得益于瑞舒的放量.....	5
制剂产品线已成体系，能够支撑长期成长.....	5
制剂收入未来三年复合增速有望达到30%，中枢神经进入收获期.....	6
心血管凭借他汀类最强组合有望保持稳健增长.....	6
消化线在覆盖范围上还有很大提升空间，重点是寻找到合适的代理团队.....	9
中枢神经多年布局进入收获期，组合效应有望加速成长.....	9
器械业务对赌保障全面，细分行业地位稳固.....	14
会计政策差异拉低业绩，对赌补偿严格保障股东权益.....	14
细分领域龙头，tB稳健，tC期待进展.....	15
定增储粮备战研发，推动制剂业务更上一层楼.....	15
盈利预测与投资建议.....	16
风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1：京新药业市值、估值与大事记.....	4
图表 2：京新药业利润构成（分业务）.....	5
图表 3：京新药业产品线（已上市、重点在研品种）.....	6
图表 4：国金医药“5D3S”药品评估模型：瑞舒伐他汀（京新药业）.....	6
图表 5：京新瑞舒伐他汀分省份市场份额（按金额）.....	7
图表 6：已上市国产瑞舒伐他汀一致性评价进度（截止20170728）.....	7
图表 7：主要他汀类药物对比.....	8
图表 8：国金医药“5D3S”药品评估模型：匹伐他汀片（京新药业）.....	8
图表 9：康复新液生产企业份额、中标情况对比.....	9
图表 10：中国和美国中枢神经处方药市场比较.....	9
图表 11：神经科和内科门急诊人次及各类医疗机构分布.....	10
图表 12：综合医院主要内科门诊患者抑郁焦虑患病率.....	10
图表 13：抗抑郁焦虑药物作用机制及代表性药物.....	10
图表 14：抗癫痫药物的作用机制和选择.....	11
图表 15：国金医药“5D3S”药品评估模型：左乙拉西坦片（京新药业）.....	11
图表 16：卡巴拉汀仿制药申报进度（数据更新至20170730）.....	12
图表 17：美金刚常释剂型仿制药/缓释剂型新药申报进度（数据更新至20170730）.....	12
图表 18：帕金森病治疗流程.....	13
图表 19：普拉克索仿制药申报进度（数据更新至20170730）.....	13
图表 20：精神分裂药物市场份额变化（2011-15）.....	14

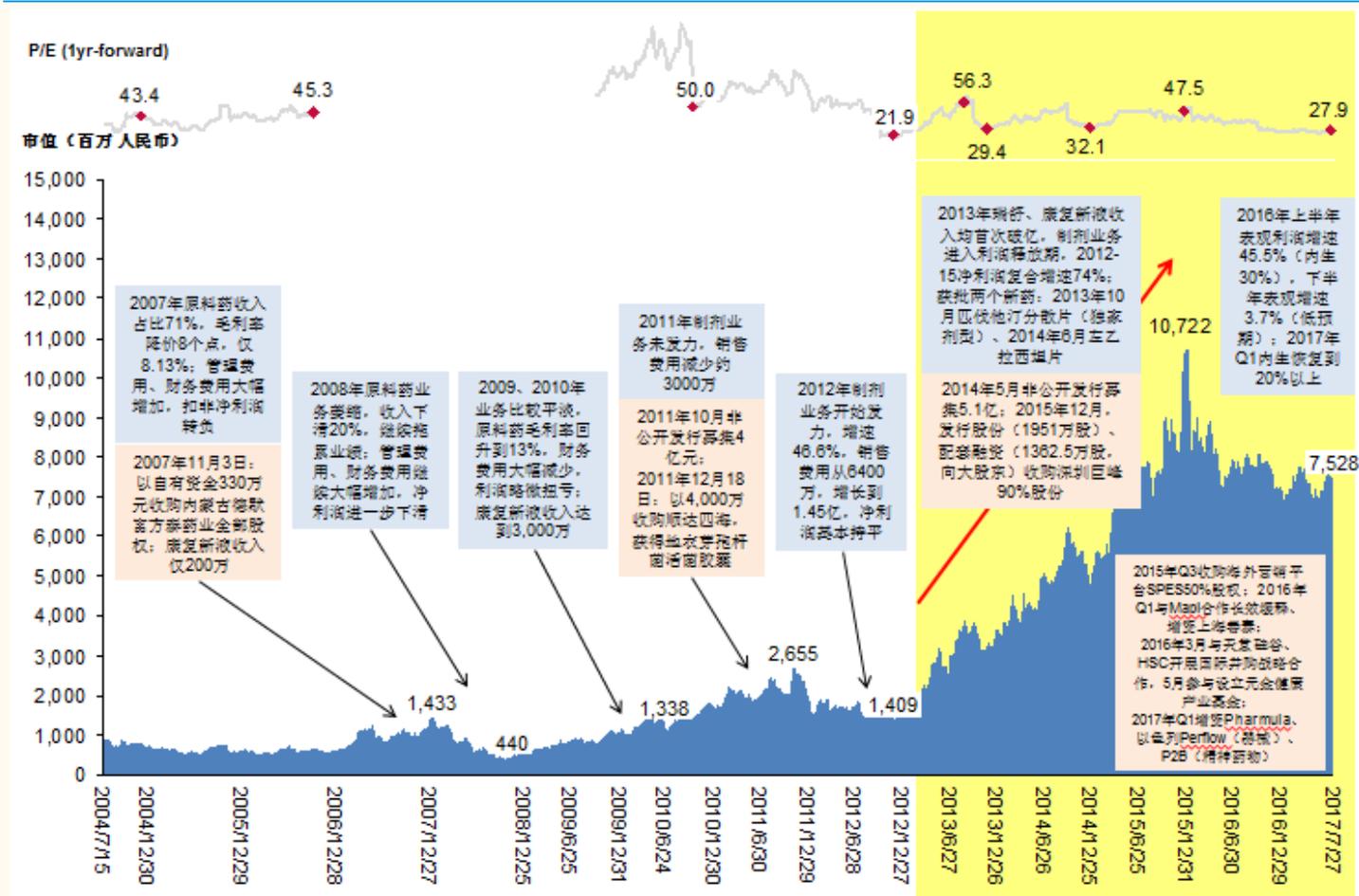
图表 21：帕利哌酮仿制药申报进度（数据更新至 20170730） .....14  
图表 22：非公开募集资金投向.....15

公司在经历制剂高速增长后短期蛰伏，随着制剂产品线的完善增速有望回升

2013年是公司从原料转型制剂后的第一次飞跃，高增长延续到1H16

- 2004年公司上市，业务主要依靠原料药，彼时公司环丙沙星占国内总产量的57.7%、左氧氟沙星占国内总产量的44.4%。
- 2007年原料药业务毛利率不断下滑，产能改造导致财务费用大幅增加，扣非净利润首次转负；2008年原料药收入进一步下滑，业务进入冰点。
- 制剂业务的布局始于这一阶段，2007年底收购内蒙古德默富方泰药业，获得产品康复新液；2008年瑞舒伐他汀、罗格列酮获批；2009年舍曲林分散片、注射用头孢地嗪钠、伏格列波糖获批；2011年底收购顺达四海，获得地衣芽孢杆菌活菌胶囊。
- 2009-2011年原料药精细化管理扭亏为盈，制剂业务还处在爆发前夕。
- 2012年制剂业务开始加速，销售费用从6400万暴增到1.45亿。
- 2013-2015年制剂业务开始爆发，康复新液、瑞舒伐他汀收入2013年首次过亿，净利润复合增速74%；2015年底增发收购深圳巨峰。
- 2016年上半年业绩内生仍有30%（巨峰上半年利润仅1,400万），下半年业绩压力开始变大。

图表 1：京新药业市值、估值与大事记



来源：公司公告，国金证券研究所

### 成品药对利润贡献已近 50%，原料药毛利率提升也得益于瑞舒的放量

- 剔除投资收益、资产减值、利息收入等非经常性损益，公司利润来源主要包括医药制造（成品药和原料药）、房产出租、医用器械（巨峰）。
- 房产出租相对稳定，2016 年母公司出租房产收入 529 万元，利润总额 189 万元；子公司上海京新生物医药出租房产收入 1,655 万元，利润总额 1,420 万元。
- 巨峰的利润因母公司的会计政策调整而低于承诺，业绩预测按照 16 年并表业绩测算。
- 原料药业务近年毛利率不断提升，一方面来源于高毛利率的瑞舒伐他汀收入占比提升，另一方面其他原料药受供需改善、折旧减少等因素毛利率亦有所回升。2016 年按照瑞舒伐他汀 20%净利润率，其他 5%净利润率测算。
- 根据上述测算，成品药 2016 年贡献净利润约 0.95 亿，增速 14.2%，对整体利润贡献占比 45%，因此成品药的趋势对公司利润影响越来越大。

图表 2：京新药业利润构成（分业务）

Rmb m	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
非经常性损益	-6	2	7	29	12	21	32	43
扣非后归母净利润	38	62	100	137	200	248	304	368
医药制药	38	62	90	118	141	176	224	283
Yoy%		64.3%	44.5%	30.9%	19.8%	24.1%	27.8%	26.3%
成品药				83	95	131	180	239
利润占比				50.1%	44.9%	48.8%	53.6%	58.3%
Yoy%					14.2%	38.3%	37.2%	32.7%
原料药				35	46	44	44	44
Yoy%					33.2%			
房产出租			10	12	14	14	14	14
巨峰并表利润(持股90%)				7	45	59	66	71
Yoy%						30.8%	12.8%	7.6%
巨峰承诺利润				45	59	76		

来源：公司年报，国金证券研究所

### 制剂产品线已成体系，能够支撑长期成长

- 有别于 2013 年制剂的第一次爆发，目前公司制剂已经形成 3 条产品线：心脑血管、消化和中枢神经。
- 心脑血管：瑞舒伐他汀还处在成长期，新品种匹伐他汀处于招标放量期；辛伐他汀凭借出口欧盟的高标准有望复苏。
- 消化：康复新液通过两年的适应症摸索以及 30ml 独家规格增速有望回升；地衣芽孢杆菌为 17 年医保目录中止泻微生物唯一的甲类（520 基药中双歧杆菌三联活菌散未进入甲类），随着覆盖省份的增加和 OTC 的进入有望继续保持高速。
- 中枢神经：随着未来卡巴拉汀和普拉克索的获批，板块有望形成规模效应，分线专职销售也有望应运而生。

图表 3：京新药业产品线（已上市、重点在研品种）

产品名称	疾病领域	上市时间	进度	国产企业数量			市场规模（百万 人民币）		
				通用名	剂型	医保	公司报表	全国（IMS）	原研份额
辛伐他汀片	调节胆固醇和甘油三酯的药物	1999		95	76	2009国甲	50	818	58.0%
瑞舒伐他汀钙片	调节胆固醇和甘油三酯的药物	2008		6	5	2009国乙	410	2,239	60.3%
匹伐他汀钙分散片	调节胆固醇和甘油三酯的药物	2013		4	1	2017国乙	8	229	13.5%
康复新液	胃、十二指肠溃疡等；外用	2008		4	4	2009国乙	154	788	
地衣芽孢杆菌活菌胶囊	止泻微生物	2012		2	2	2012基药	77	107	0.0%
盐酸舍曲林分散片	抗抑郁药和情绪稳定剂	2009		22	2	2009国乙	70	489	60.9%
左乙拉西坦片	镇癫痫药	2014		4	4	2009国乙	5	370	99.7%
卡巴拉汀胶囊	治疗老年性痴呆的药物	2017E	通过临床核查			2009国乙		42	100.0%
普拉克索片	治疗帕金森氏病的药物	1H2018	申报生产			2009国乙		271	100.0%
帕利哌酮缓释片	抗精神病药	2019E	2016/2/4获批临床			2009国乙		207	100.0%
盐酸美金刚缓释胶囊	治疗老年性痴呆的药物	2019E	2016/10/18获批临床	1				164	
盐酸普拉克索缓释胶囊	治疗帕金森氏病的药物	2019E	2016/8/4获批临床			2017国乙			
EVT201胶囊	失眠症	2020E	II期临床中						
注射用头孢地嗪钠	先锋霉素	2009		31	31	18省乙	100	1,426	18.4%
头孢泊肟酯片	先锋霉素	2004		23	15	5省乙		206	3.5%
伏格列波糖片	α-葡萄糖苷酶抑制剂(A10B5)	2009		18	8	2009国乙		361	49.9%
酒石酸罗格列酮分散片	胰岛素增敏剂类降糖药	2008		4	1	2009国乙		123	4.3%

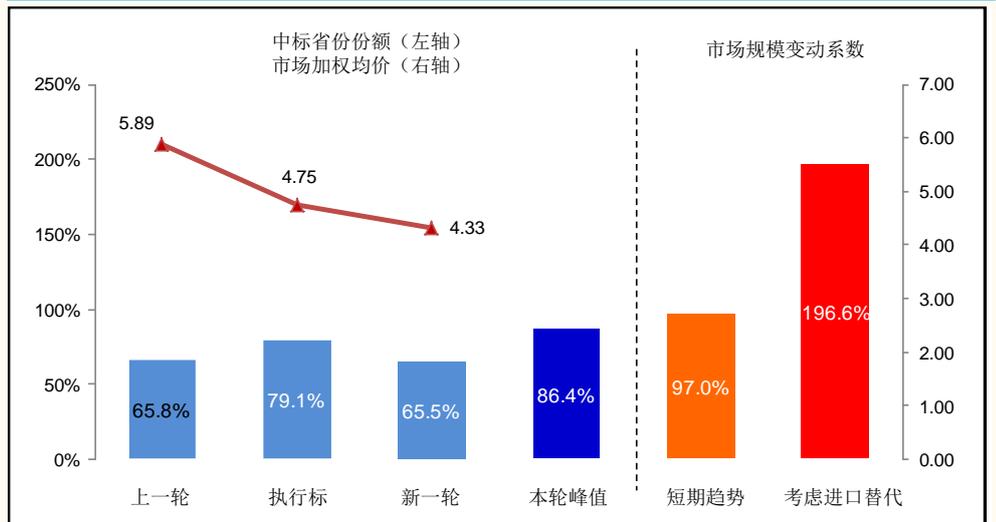
来源：药智网，国金证券研究所

### 制剂收入未来三年复合增速有望达到 30%，中枢神经进入收获期

#### 心血管凭借他汀类最强组合有望保持稳健增长

- 瑞舒伐他汀有望首批通过一致性评价，短期缓解降价压力，长期进口替代。
  - 瑞舒伐他汀 2016 年占成品药收入超过 40%，在本轮集中采购中平均降幅近 20%（图表 4）；由于公司采取“自营+代理”的模式，自营金额占比约 35%（包括浙江、江苏、上海、山东等），代理商会分担部分降价压力，因此预计 2017 年降价影响约 10%。
  - 公司在销售覆盖上还有提升空间，一方面本轮招标京新中标省份进一步增加，目前有标省份占比 79.1%，超过上一轮招标的 65.8%；另一方面，从各省市场份额来看（图表 5），公司在江苏、安徽、湖北等大省市场份额不足 5%，还有提升空间。

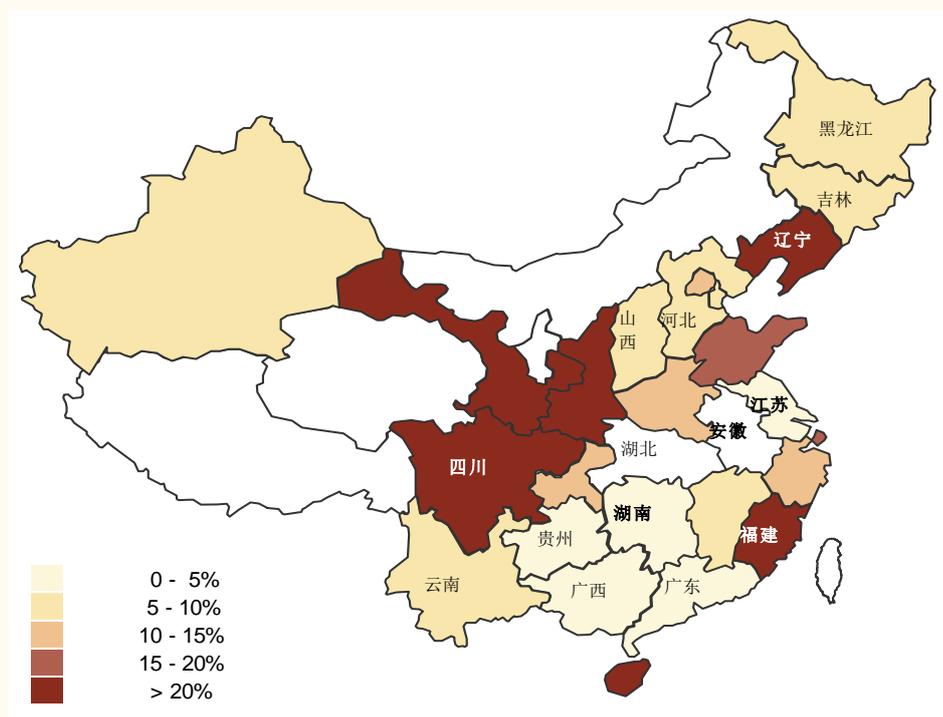
图表 4：国金医药“5D3S”药品评估模型：瑞舒伐他汀（京新药业）



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

图表 5：京新瑞舒伐他汀分省份市场份额（按金额）



来源：药智网，国金证券研究所

- 京新药业瑞舒伐他汀目前一致性评价进度第一，2017年5月25日已向浙江省药监局申请；由于2017年6月9日公示的《关于仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告（征求意见稿）》修改了一致性评价申报流程，目前公司已准备好材料上报CFDA。相比其他企业，正大天晴目前处于BE收尾阶段，还未进行生产申报，先声东元还在BE中，其他企业还未查到BE备案（或者暂未公示）。
- 通过一致性评价的药品，一方面在现有招标体系下可以与原研同组竞价，短期缓解降价压力，长期有望通过价格优势抢占原研份额；另一方面国家不断强调“同品种药品通过一致性评价的生产企业达到3家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种；自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请”，有利于国产集中度的提升。

图表 6：已上市国产瑞舒伐他汀一致性评价进度（截止20170728）

生产企业	药品名称	批准文号	规格	参比制剂备案	备案时间	BE备案	医院伦理审查日期	试验状态
鲁南贝特	瑞舒伐他汀钙分散片	国药准字H20120099						
	瑞舒伐他汀钙胶囊	国药准字H20080236						
	瑞舒伐他汀钙片	国药准字H20080240	5mg	是	2017/5/10			
	瑞舒伐他汀钙片	国药准字H20080241	10mg	是	2016/7/5			
浙江京新药业	瑞舒伐他汀钙片	国药准字H20080482	5mg	是	2016/8/17			
	瑞舒伐他汀钙片	国药准字H20080483	10mg	是	2016/8/17	是	2016/5/2	已完成
南京正大天晴	瑞舒伐他汀钙片	国药准字H20143284	20mg	是	2016/5/30			
	瑞舒伐他汀钙片	国药准字H20080670	10mg	是	2016/10/12	是	2016/9/12	进行中（招募完成）
南京先声东元	瑞舒伐他汀钙片	国药准字H20113265	5mg	是	2016/10/8			
	瑞舒伐他汀钙片	国药准字H20080670	10mg	是	2016/10/8	是	2017/4/5	进行中（招募中）
海南通用三洋	瑞舒伐他汀钙胶囊	国药准字H20140135	5mg	是	2016/6/1			
	瑞舒伐他汀钙胶囊	国药准字H20140136	10mg	是	2016/6/1			
浙江海正药业	瑞舒伐他汀钙片	国药准字H20143337	5mg	是	2016/6/20			
	瑞舒伐他汀钙片	国药准字H20143338	10mg	是	2016/6/20			
	瑞舒伐他汀钙片	国药准字H20143339	20mg	是	2016/6/20			

来源：药智网，国金证券研究所

- 匹伐他汀受益产品升级、招标和新近医保，进入放量期。
  - 虽然匹伐他汀没有阿托伐他汀和瑞舒伐他汀的心血管一级预防适应症，但是由于其降脂效力强，且目前没有临床证明有增加 NOD（非肥胖性糖尿病）风险，因此拥有其独特的市场定位，高血脂并发糖尿病患者。

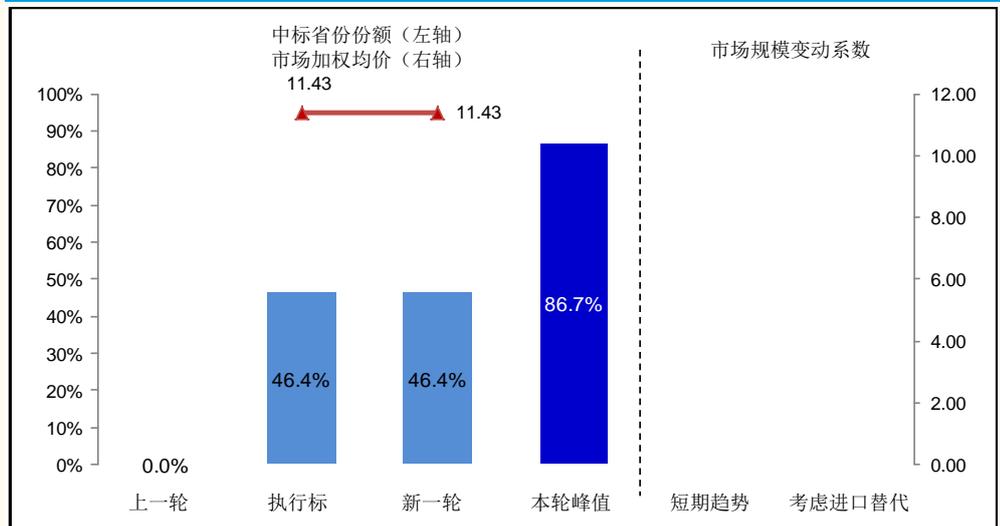
图表 7：主要他汀类药物对比

	辛伐他汀	氟伐他汀	阿托伐他汀	瑞舒伐他汀	匹伐他汀
全球上市时间	1988	1994	1997	2001	2003
血浆蛋白结合率	95%	>98%	98%	88%	>99%
LDL-C降低	41%	38%	43%	46%	40%
TG降低	18%	31%	26%	23%	34%
HDL-C升高	9%	21%	9%	7%	11%
制剂工艺	半合成	化学合成	化学合成	化学合成	化学合成
溶解性	脂溶性	脂溶性	脂溶性	水溶性	脂溶性
日服用剂量	20-80mg	20-80mg	10-80mg	5-20mg	1-4mg
消除半衰期	2-4h	<3h	14h	19h	12h
CYP450代谢途径	3A4	2C9(75%), 3A4(20%), 2C8(5%)	3A4	90%原型排泄, 2C9 (10%)	2C9
转氨酶升高概率	1.90%	1.60%	0.30%	1.30%	0.90%
横纹肌溶解概率	0.20%	0.20%	0.02%	0.50%	/
肌肉痛发生概率	2.60%	3.80%	2.00%	1.40%	/
肾排泄量	13%	<6%	2%	5%	<2%
糖代谢风险	1.11%	少	1.14	1.18	无

来源：柳叶刀等公开资料，国金证券研究所

- 公司匹伐他汀分散片为独家剂型，本轮招标进展顺利，目前覆盖省份市场份额已达到 46.4%，且中标均价高于国产份额最大的双鹤（8.10 元）。
- 对公司而言，高日服用金额、医保报销（新近 2017 年医保目录），有助于公司在瑞舒伐他汀竞争压力较大的区域进行产品升级替代，保持在他汀领域的竞争优势。

图表 8：国金医药“5D3S”药品评估模型：匹伐他汀片（京新药业）



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

消化线在覆盖范围上还有很大提升空间，重点是寻找到合适的代理团队

- 康复新液在消化道出血、溃疡和外伤均适用，销售过程中明确适用场景很关键，公司在此方面经过两年的调整，逐步明确了推广科室；同时公司凭借 30ml 独家剂型，目前中标省份份额最大 96.3%，几乎全国均中标。
- 从覆盖范围上，公司目前浙江、北京、福建、江苏贡献了超过 50% 的收入来源，在覆盖范围还有很大空间，寻找到合适的代理商和搭建好自营队伍。

图表 9：康复新液生产企业份额、中标情况对比

标准化企业名	主要剂型	基准规格	市场份额（2016）		中标省份份额				份额加权均价		
			金额	销量	上一轮	执行标	这一轮	本轮峰值	上一轮	执行标	这一轮
四川好医生	口服溶液剂	100ml	43.7%	41.6%	88.0%	93.1%	72.1%	94.0%	40.51	36.11	35.89
科伦药业	口服溶液剂	100ml	24.1%	25.1%	84.5%	90.1%	69.5%	91.3%	37.29	33.05	32.39
内蒙古京新	口服溶液剂	100ml	22.2%	24.5%	86.7%	96.3%	75.7%	97.6%	37.87	31.21	30.57
昆明赛诺	口服溶液剂	100ml	10.0%	8.7%	75.8%	71.4%	50.4%	72.2%	42.51	39.51	39.12

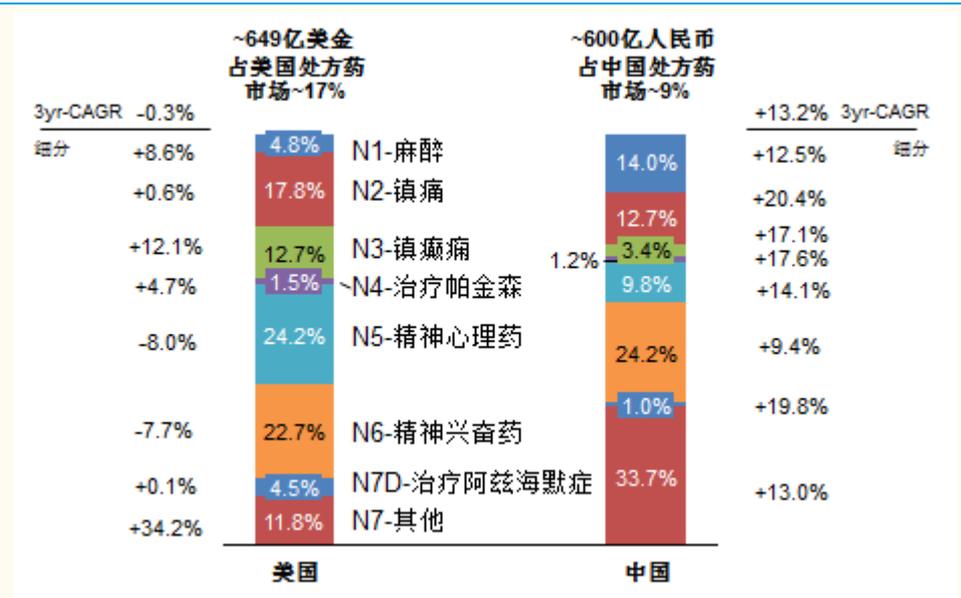
来源：药智网，国金证券研究所

- 地衣芽孢杆菌是 17 年国家医保的所有止泻微生物中唯一的甲类。之前借助康复新液的医院渠道，仅在浙江、福建、安徽等少数省份销售，一方面未来覆盖范围上还有很大空间，另一方面开始 OTC 策略，对标整肠生 OTC 渠道销量超过 3 亿。

中枢神经多年布局进入收获期，组合效应有望加速成长

- 中枢神经领域包括麻醉（N1）、止痛（N2）、镇癫痫（N3）、治疗帕金森（N4）、精神心理（抗精神病/催眠镇静等 N5）、精神兴奋（抗焦虑抑郁等 N6）、其他药物（N7）
  - 从整体用药结构来看，麻醉和其他类（国内主要是神经节苷脂、鼠神经等脑保护剂）中国占比较高。
  - 相对刚需的镇癫痫、抗精神病、治疗帕金森和阿兹海默症等领域占比较小，合计只占国内中枢神经处方药市场的 15.5%，但是复合增速在 15% 以上，我们认为是稳定成长的细分领域。

图表 10：中国和美国中枢神经处方药市场比较



来源：药智网，国金证券研究所

- 公司在中枢神经布局丰富，已经上市的药品治疗焦虑抑郁（舍曲林）、抗癫痫（左乙拉西坦）；在研药品治疗阿兹海默症（卡巴拉汀/美金刚）、治疗帕金森（普拉克索）、抗精神病（帕利哌酮），并且都有望获得首仿。
- 焦虑抑郁市场约 50 亿，符合增速 20.2%；而由于诊断率和治疗率较低，只有症状较重的患者会专科医院就诊，而随着意识的提高，综合医院消化内科、神经内科等市场具有专科医院数倍的潜力。
  - 单从精神科门急诊来看，以专科医院为主，但综合医院占比逐步提高
  - 从内科来看，综合医院占比超过 50%，主要内科门诊患者抑郁焦虑患者比例约 10%（图表 11），如消化内科常见的功能性消化不良、肠易激综合征等大多存在明显的焦虑和抑郁，据此推算仅综合医院内科中潜在人群就是精神科的 2 倍。以康哲药业抗抑郁药黛力新为例，2015 年销售约 9 亿，消化内科贡献约一半。

图表 11：神经科和内科门急诊人次及各类医疗机构分布

百万人次	2009	2011	2013	2014	CAGR 09-13	Yoy 13-14
<b>精神科</b>						
专科医院	18	22	27	30	10.9%	8.3%
综合医院	4	5	7	8	13.1%	13.4%
其他医疗机构	0	1	1	1	17.4%	14.7%
<b>内科</b>						
综合医院	389	448	553	601	9.2%	8.7%
其他医院	7	9	12	13	11.9%	8.9%
基层医疗机构	448	468	513	524	3.5%	2.2%

来源：中国卫生统计年鉴，国金证券研究所

图表 12：综合医院主要内科门诊患者抑郁焦虑患病率

	统计例数	抑郁障碍	焦虑障碍	抑郁焦虑共病	任一诊断	患病率
神经内科	2,235	216	159	79	296	13.2%
消化内科	1,995	181	117	59	239	12.0%
心内科	2,123	140	100	53	187	8.8%

来源：《综合医院就诊者中抑郁焦虑障碍的患病率调查》（何燕玲,2009），国金证券研究所

- 从药物结构上来看，丁螺环酮和坦度螺酮逐步替代苯二氮革类；度洛西汀为双靶点神经递质再摄取抑制剂，在美国、日本早已是一线主流药物；舍曲林临床使用度较高，公司作为仅有的两家分散片剂型，价格维护较好。

图表 13：抗抑郁焦虑药物作用机制及代表性药物

作用机制	药品	适应症
选择性5-HT再摄取抑制剂(SSRI)	艾司西酞普兰、帕罗西汀、舍曲林、米氮平、氟西汀	焦虑+抑郁
选择性5-HT及NE再摄取抑制剂(SNRI)	文拉法辛、度洛西汀	焦虑+抑郁
NE及特异性5-HT能抗抑郁药(NaSSA)	米氮平	抑郁
5-HT受体拮抗和再摄取抑制剂(SARIs)	曲唑酮	焦虑+抑郁
选择性5-HT <sub>1A</sub> 受体激动剂	丁螺环酮、坦度螺酮	焦虑
γ-氨基丁酸系统(GABA)抑制剂	苯二氮革类药物(BZD)，如地西泮、阿普唑仑、氯硝西泮	焦虑
其他	氟哌噻吨/美利曲辛	焦虑+抑郁

来源：丁香园，国金证券研究所

- 抗癫痫领域目前诊疗率较低，左乙拉西坦安全性突出，广泛应用于添加辅助治疗。
  - 中国目前约有 1000 万左右的癫痫患者，其中 600 万是活动性癫痫患者，同时每年还有约 40 万的新增患者。相比于国际上 60%的长期缓解率（首次发作后 5 年内无发作），在中国有 40.6%患者没有经过治疗，35.4%的患者治疗不规范。

- 抗癫痫药物 (AEDs) 是目前治疗癫痫的首选。依据作用机制分为: 1) 膜稳定剂, 如钠、钾通道阻滞剂; 2) 减少神经递质释放的药物, 如 N/P/Q 型钙通道阻滞剂和突触囊泡蛋白 2A (synaptic vesicle protein 2A, SV2A) 配体; 3) GABA 类似物, 提高  $\gamma$ -氨基丁酸 ( $\gamma$ -aminobutyric acid, GABA) 介导的兴奋性抑制; 4) 其他, 如 N-甲基-D-天冬氨酸 (N-methyl-D-aspartate, NMDA) 受体阻滞剂等。
- 目前诊疗过程中卡马西平/奥卡西平 (升级版) 和广谱丙戊酸钠/镁多作为首治药物。左乙拉西坦由于较好的安全性, 在全面性强直-阵挛发作、失神发作、肌阵挛发作和部分性发作中均可作为添加辅助治疗, 而加巴喷汀、普瑞巴林、氨己烯酸等药物对于失身发作、青少年肌阵挛性癫痫均建议慎用。

图表 14: 抗癫痫药物的作用机制和选择

药名	膜稳定剂		减少神经递质释放		GABA类似物		其他		2016销量 (IMS, 百万 人民币)	备注
	钠通道 阻滞剂	钾通道 阻滞剂	N/P/Q型 钙通道阻滞	减少VS2A 释放	增强GABA 受体活性	改变GABA 重吸收与降解	T型钙通道 阻滞剂	NMDA 受体阻滞剂		
苯二氮草类					++				23	
苯巴比妥					++				15	作用较轻, 可用于强直一阵挛发作、部分性发作, 尤其新生儿癫痫
噻加宾						++				
氨乙烯酸						++				
卡马西平	++								30	
奥卡西平	++	+							260	治疗谱较窄, 多用于部分性发作, 有致畸性
拉考沙胺	++									
苯妥英、磷苯妥英	++								1	
乙琥胺							++			主要用于失神发作
非氨酯					+			+		抗强电休克和戊四氮性癫痫
拉莫三嗪	++		++						136	
托吡酯	++				++				77	多为初治选择, 或者12岁以上儿童和成人的单药治疗
丙戊酸钠/镁	+					+	+	+	651	
唑尼沙胺	++		++				++		0	
加巴喷汀		+	++						71	加用辅助治疗
普瑞巴林			++						57	
左乙拉西坦				++					379	

来源: 华山医院神经内科, 国金证券研究所

- 公司左乙拉西坦本轮中标情况非常不做, 目前可销售省份占全国市场 58.6% (图表 14), 原研已经市场教育多年, 医保方面 2009 年即已覆盖, 开始进入放量阶段。

图表 15: 国金医药“5D3S”药品评估模型: 左乙拉西坦片 (京新药业)



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

- 阿兹海默症患者人群庞大，但目前诊疗率极低，与目前可选择药物较少有关，目前全球已上市的仅有 5 种药品，主要作用机制均是增加神经递质乙酰胆碱的数量，包括胆碱酯酶抑制剂（他克林/多奈哌齐/卡巴拉汀/加兰他敏/石杉碱甲）、NMDA 受体非竞争性拮抗剂（美金刚）；在研药物主要围绕 Aβ 蛋白，目前无相关上市药物。
- 目前美国市场多奈哌齐与美金刚处方量相近，卡巴拉汀处方量约为上述两者的 30%，但增速较快；加兰他敏由于皮肤副作用明显，使用量很小。
- 中国市场目前轻、中度以多奈哌齐为主，卡巴拉汀目前还没有国产（专利已过期），由于对大脑皮层和海马的 AChE 的选择性抑制和可减慢淀粉样蛋白前体（APP）的形成，预计有望抢占挤占多奈哌齐份额。中、重度只有盐酸美金刚。
- 从日服用金额角度，卡巴拉汀未来国产具备一定价格优势：卡巴拉汀原研 16 元（4.5mg），多奈哌齐原研 34 元/国产豪森 13.5 元（10mg），美金刚原研 20 元/国产联邦 17 元（15mg）。
- 从目前申报进度来看，公司卡巴拉汀有望争取首仿，预计 17 年有望上市；盐酸美金刚常释/缓释剂型获批临床时间均排在前列，预计 18/19 年有望上市。

图表 16：卡巴拉汀仿制药申报进度（数据更新至 20170730）

受理号	药品名称	申请类型	企业名称	办理状态	开始日期
CYHS1390015	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	仿制	浙江京新药业股份有限公司	申报生产，临床数据核查	2016-09-14
CXHS1200320	重酒石酸卡巴拉汀片	新药	江苏万特制药有限公司	申报生产，临床数据核查	2016-09-14
CYHS1001015	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	仿制	江苏恩华药业股份有限公司	临床自查	2015-02-05
CYHS1301279	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	仿制	北京四环制药有限公司	完成BE，等待申报	2017-03-15
CYHS1500192	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	仿制	昆明源瑞制药有限公司	开始临床	2017-04-24
CYHS1000756	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	仿制	浙江华海药业股份有限公司	批准临床	2014-09-03
JXHL1200155	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	进口	印度瑞迪博士实验室有限公司	批准临床	2015-11-17
CYHS1300417	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	仿制	江苏正大丰海制药有限公司	批准临床	2016-01-13
CYHS1302051	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	仿制	四川新斯顿制药有限责任公司	批准临床	2016-01-29
CYHS1500264	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	仿制	北京双鹭药业股份有限公司	批准临床	2016-06-20
CYHS1501328	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	仿制	青岛国海生物制药有限公司	批准临床	2016-10-27

来源：药智网，国金证券研究所

图表 17：美金刚常释剂型仿制药/缓释剂型新药申报进度（数据更新至 20170730）

受理号	药品名称	申请类型	企业名称	办理状态	开始日期
CYHS1100940	盐酸美金刚片	仿制	四川美大康药业股份有限公司	批准临床	2015-04-22
CXHL1500029	盐酸美金刚胶囊	新药	浙江京新药业股份有限公司	批准临床	2016-10-18
CYHS1402009	盐酸美金刚片	仿制	湖南洞庭药业股份有限公司	开始临床	2017-02-24
CXHS1500058	盐酸美金刚胶囊	新药	辅仁药业集团有限公司	批准临床	2016-04-07
CYHS1500789	盐酸美金刚片	仿制	长春海悦药业有限公司	批准临床	2016-10-24
CXHL1500403	盐酸美金刚胶囊	新药	海南通用三洋药业有限公司	批准临床	2016-10-24
CYHS1500364	盐酸美金刚片	仿制	扬子江药业集团北京海燕药业	批准临床	2016-10-24
CYHS1501078	盐酸美金刚片	仿制	安徽金太阳生化药业有限公司	批准临床	2016-10-24
CYHS1402072	盐酸美金刚片	仿制	瑞阳制药有限公司	批准临床	2016-10-24
CYHS1600126	盐酸美金刚片	仿制	广州白云山制药总厂	排队审评中	2017-02-20
CXHL1400999	盐酸美金刚缓释胶囊	新药	浙江京新药业股份有限公司	批准临床	2016-10-18
CXHL1401986	盐酸美金刚缓释胶囊	新药	江苏豪森药业股份有限公司	批准临床	2016-10-18
CXHL1401856	盐酸美金刚缓释胶囊	新药	山东罗欣药业集团股份有限公司	批准临床	2016-10-11
CXHL1500108	盐酸美金刚缓释胶囊	新药	上海星泰医药科技有限公司	批准临床	2016-10-11
CXHL1501143	盐酸美金刚缓释胶囊	新药	成都苑东药业有限公司	批准临床	2016-10-27
CXHL1501548	盐酸美金刚缓释胶囊	新药	海南合瑞制药股份有限公司	批准临床	2016-10-24
CXHL1502168	盐酸美金刚缓释胶囊	新药	河南中帅医药科技股份有限公司	批准临床	2017-03-29

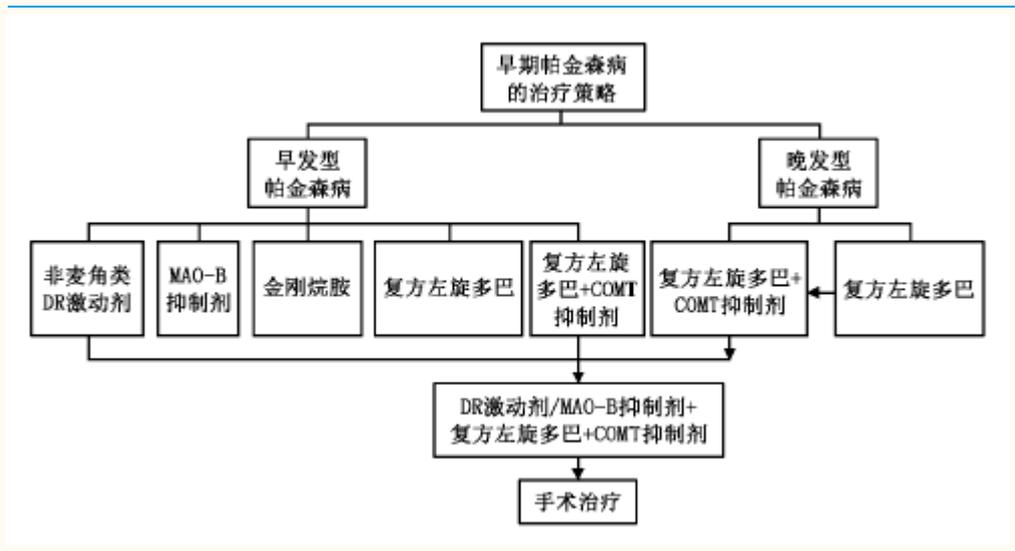
来源：药智网，国金证券研究所

- 帕金森帕金森病是一种常见的中老年神经系统退行性疾病，主要以黑质多巴胺能神经元进行性退变和路易小体形成的病理变化，纹状体区多巴胺递质降低、多巴胺与乙酰胆碱递质失衡的生化改变，震颤、肌强直、动作

迟缓、姿势平衡障碍的运动症状和嗅觉减退、便秘、睡眠行为异常和抑郁等非运动症状的临床表现为显著特征。我国 65 岁以上人群总体华宁率 1,700/10 万，约 200 万患者。

- 从诊疗流程（图表 17）可以看出，复方左旋多巴是帕金森药物治疗的最主要药物，实际治疗中 COMT 抑制剂（恩他卡朋）、DR 激动剂（首选非麦角类，普拉克索）能有与复方左旋多巴联用，预防和减少运动并发症的发生，这三种药物占了目前整个市场的 90%，其中普拉克索占到 50%。

图表 18：帕金森病治疗流程



来源：中国帕金森治疗指南（第三版），国金证券研究所

- 目前公司普拉克索片剂是 722 临床核查后首个申报生产的企业，目前排队等待神评审批中，有望 18 年上半年首批获批；缓释片预计 18/19 年获批。

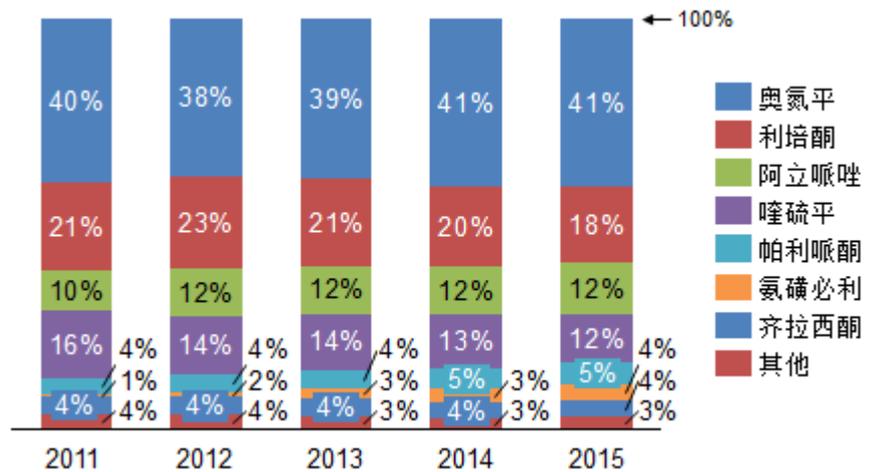
图表 19：普拉克索仿制药申报进度（数据更新至 20170730）

受理号	药品名称	申请类型	企业名称	办理状态	开始日期
CYHS1690003	盐酸普拉克索片	仿制	浙江京新药业股份有限公司	申报生产	2016-12-13
CYHS1600175	盐酸普拉克索片	仿制	南京先声东元制药有限公司	申报生产	2017-02-03
CYHS1700147	盐酸普拉克索片	仿制	齐鲁制药（海南）有限公司	申报生产	2017-06-07
CYHS1301754	盐酸普拉克索片	仿制	石药集团欧意药业有限公司	完成临床	2016-12-05
CYHS1201095	盐酸普拉克索片	仿制	天津红日药业股份有限公司	完成临床	2016-12-15
CYHS1300711	盐酸普拉克索片	仿制	福建科瑞药业有限公司	批准临床	2016-01-14
CYHS1300725	盐酸普拉克索片	仿制	四川科伦药业股份有限公司	批准临床	2016-01-21
CYHS1302227	盐酸普拉克索片	仿制	杭州朱养心药业有限公司	批准临床	2016-02-04
CYHS1401661	盐酸普拉克索片	仿制	成都倍特药业有限公司	批准临床	2016-02-29
CYHS1401144	盐酸普拉克索片	仿制	山东京卫制药有限公司	批准临床	2016-02-29
CYHS1401941	盐酸普拉克索片	仿制	常州制药厂有限公司	批准临床	2016-03-24
CYHS1500551	盐酸普拉克索片	仿制	江苏神华药业有限公司	批准临床	2016-08-01
CXHL1200655	盐酸普拉克索缓释片	新药	江苏恒瑞医药股份有限公司	开始临床	2017-03-22
CYHS1401974	盐酸普拉克索缓释片	仿制	四川海思科制药有限公司	开始临床	2017-04-25
CXHL1400710	盐酸普拉克索缓释片	新药	四川科伦药物研究院有限公司	批准临床	2015-12-15
CYHS1401132	盐酸普拉克索缓释片	仿制	成都康弘药业集团股份有限公司	批准临床	2015-12-30
CYHS1500001	盐酸普拉克索缓释片	仿制	南京先声东元制药有限公司	批准临床	2016-08-23
CYHS1401691	盐酸普拉克索缓释片	仿制	丽珠集团丽珠制药厂	批准临床	2016-04-21
CYHS1501319	盐酸普拉克索缓释片	仿制	浙江京新药业股份有限公司	批准临床	2016-08-04

来源：药智网，国金证券研究所

- 整个精神分裂市场 2015 年约 50.4 亿人民币，复合增速 20%，从处方量来讲，美国和日本奥氮平和阿立哌唑不相伯仲。
- 阿立哌唑作为第二代药物中较新的药物，对阳性和阴性症状均有效果，急性期效果与奥氮平相当；长期预防来看，PANSS（阳性和阴性症状量表）总分与奥氮平无差异，但是认识能力改善显著优于奥氮平，且有效治疗时间最长。
- 在精神分裂急性发作中，帕利哌酮市场份额第一，市场规模约 3 亿人民币。

图表 20：精神分裂药物市场份额变化（2011-15）



来源：药智网，国金证券研究所

- 帕利哌酮申报企业仅 3 家，均处于临床中。

图表 21：帕利哌酮仿制药申报进度（数据更新至 20170730）

受理号	药品名称	申请类型	企业名称	办理状态	开始日期
CYHS1300049	帕利哌酮缓释片	仿制	江苏豪森药业股份有限公司	批准临床	2015-12-30
CYHS1302233	帕利哌酮缓释片	仿制	齐鲁制药有限公司	批准临床	2016-01-28
CYHS1302154	帕利哌酮缓释片	仿制	浙江京新药业股份有限公司	批准临床	2016-02-04

来源：药智网，国金证券研究所

## 器械业务对赌保障全面，细分行业地位稳固

### 会计政策差异拉低业绩，对赌补偿严格保障股东权益

- 巨烽 2016 年实现扣非 5,286.5 万元，略低于承诺 5,850 万，来自于两个方面：一方面，公司在医用显示器的基础上，为新产品 3D 解剖学系统增加了宣传投入，同时加大对阅片中心、手术影像解决方案以及人机交互界面等新产品的投入和中长期战略布局；另一方面，由于京新母公司的会计差异，相关资产摊销从严处理，影响了部分业绩。
- 公司收购时约定了严格的补偿义务，1) 在业绩对赌期，按照业绩承诺当年应补偿总额=（截至当期期末累计承诺净利润-截至当期期末累计实际净利润）÷业绩承诺期间内各年的承诺净利润总和×本次交易作价总额-已补偿交易作价总额，16 年补偿现金总额 837 万，股份 117.8 万股，6 月均已完成；2) 在第三个补偿年度结束时，公司会对深圳巨烽进行减值测试，如果拟购买资产期末减值额>已补偿现金+股份，则原股东会继续一次性进行补偿。

### 细分领域龙头，tB 稳健，tC 期待进展

- 公司目前业务以医用显示器为主，其中 65% 以上的收入来自于定制化医用显示器，与大型客户 GE、Philips、Siemens 等捆绑，随着业务的稳定和收入的增加，毛利稳步上升，从 13 年 30.5% 上升到 15 年 36.3%，tB 业务有望为公司持续贡献稳健的现金流。
- 公司正在开展的新业务，如 3D 解剖学系统、医护通手术室流程管理系统等，增加与医院的粘性，提升收入潜力。

### 定增储粮备战研发，推动制剂业务更上一层楼

- 公司与 2017 年 6 月 29 日收到中国证监会核准非公开发行股票的批复，拟非公开发行不超过 98,831,986 股，大股东参与 20-30% 新股。
- 除了 5,000 万补充流动资金外，其他募集均投向研发，夯实现有业务（酶催化/一致性评价/创新中药）、加速优质仿制药上市进度（缓控释制剂技术/制剂国际化）、布局长期（单抗开发/新药研发）。
  - 缓控释制剂技术：公司 2014 年以来先后完成帕利哌酮缓释片、普拉克索缓释胶囊和盐酸美金刚缓释胶囊的研制，并成功申报 CFDA，目前均处于临床阶段。公司参与投资美国 Pharmula、以色列 Mapi 吸收国际先进的缓控释工艺。
  - 仿制药及一致性评价：公司在一致性评价方面全国领先，非 289 品种瑞舒伐他汀已经进入申报阶段，其他相关品种也处在快速进展中。
  - 新药研发：2010 年从德国 Evotec Neurosciences 引进 EVT201，获得中国区域独家开发、注册及销售权益，目前已进入二期临床；于 2014 年与国内知名高校研发团队合作开发 2120 项目，目标适应症为类风湿性关节炎等免疫相关疾病，目前正在进行药学部分及开展作用机制方面的研究。

图表 22：非公开募集资金投向

项目	投资额（万元）
固定资产投入	24,493.00
研发中心土建安装费用	6,728.00
研发设备购置安装费用	12,328.00
配套工程投资额	2,436.00
其他资产投资额	3,001.00
<b>研发投入</b>	<b>80,507.00</b>
缓控释制剂技术平台	15,092.00
基于医学影像研究新型医疗器械研发平台	1,420.00
制剂国际化平台	8,210.00
酶催化技术研发平台	2,355.00
创新中药研究平台	10,750.00
单抗药物开发平台	14,845.00
仿制药及一致性评价研究平台	14,215.00
新药研发平台	13,620.00
<b>合计</b>	<b>105,000.00</b>

来源：公司非公开发行方案，国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

- 基于公司制剂业务还处于成长期，老品种在短期调整后有望复苏，新品种借助招标放量，未来一年内中枢神经板块多个在研品种有望落地，我们认为制剂业务有望重回 30% 增长，预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 268/333/409 百万人民币，对应增速 26.67%/24.19%/22.75%。
- 我们认为公司制剂业务不仅受益于一致性评价等政策，而且产品线目前拥有较小的梯队，有望恢复增长；制剂业务不及承诺对公司的影响已经被消化；定增即将落地，布局研发，公司有未来成长空间。
- 目前对应 17 年估值 28.1x（增发摊薄后预计 32.4x），给予“增持”评级。

## 风险提示

- 一致性评价鼓励政策落实低预期、产品放量低预期、药品审评进度低预期、收购资产整合不利、研发投入费用化加大。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,235</b>	<b>1,416</b>	<b>1,875</b>	<b>2,226</b>	<b>2,605</b>	<b>3,045</b>	货币资金	380	433	262	1,500	1,600	1,700
增长率		14.6%	32.5%	18.7%	17.1%	16.9%	应收款项	218	348	398	458	523	611
主营业务成本	-660	-699	-864	-999	-1,107	-1,227	存货	179	252	254	282	306	333
%销售收入	53.4%	49.4%	46.1%	44.9%	42.5%	40.3%	其他流动资产	362	401	650	630	632	634
毛利	576	717	1,011	1,226	1,498	1,817	流动资产	1,140	1,433	1,563	2,870	3,061	3,278
%销售收入	46.6%	50.6%	53.9%	55.1%	57.5%	59.7%	%总资产	55.2%	48.8%	47.5%	62.4%	63.2%	64.5%
营业税金及附加	-10	-14	-27	-33	-39	-46	长期投资	181	188	394	396	395	394
%销售收入	0.8%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	614	664	705	732	771	741
营业费用	-312	-363	-502	-601	-755	-948	%总资产	29.7%	22.6%	21.4%	15.9%	15.9%	14.6%
%销售收入	25.2%	25.7%	26.8%	27.0%	29.0%	31.1%	无形资产	118	637	600	573	590	642
管理费用	-135	-177	-241	-293	-336	-380	非流动资产	925	1,507	1,728	1,729	1,784	1,806
%销售收入	11.0%	12.5%	12.8%	13.2%	12.9%	12.5%	%总资产	44.8%	51.2%	52.5%	37.6%	36.8%	35.5%
息税前利润 (EBIT)	119	163	241	299	367	443	<b>资产总计</b>	<b>2,065</b>	<b>2,940</b>	<b>3,291</b>	<b>4,599</b>	<b>4,845</b>	<b>5,084</b>
%销售收入	9.6%	11.5%	12.9%	13.4%	14.1%	14.6%	短期借款	39	52	200	149	143	84
财务费用	2	7	0	6	17	21	应付款项	534	500	527	627	677	732
%销售收入	-0.2%	-0.5%	0.0%	-0.3%	-0.6%	-0.7%	其他流动负债	31	65	72	87	95	104
资产减值损失	-2	-2	-14	-10	-15	-7	流动负债	604	617	798	862	915	920
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	5	18	9	19	21	23	其他长期负债	62	62	66	66	67	67
%税前利润	4.1%	9.3%	3.4%	5.9%	5.2%	4.7%	<b>负债</b>	<b>666</b>	<b>679</b>	<b>864</b>	<b>928</b>	<b>982</b>	<b>988</b>
营业利润	124	186	236	313	390	480	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,399</b>	<b>2,217</b>	<b>2,381</b>	<b>3,619</b>	<b>3,805</b>	<b>4,030</b>
营业利润率	10.1%	13.1%	12.6%	14.1%	15.0%	15.8%	少数股东权益	0	44	45	52	59	66
营业外收支	3	11	19	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,065</b>	<b>2,940</b>	<b>3,291</b>	<b>4,599</b>	<b>4,845</b>	<b>5,084</b>
税前利润	127	197	255	323	400	490	<b>比率分析</b>						
利润率	10.3%	13.9%	13.6%	14.5%	15.4%	16.1%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-20	-30	-39	-48	-60	-74	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.6%	15.3%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.374	0.520	0.332	0.366	0.455	0.558
净利润	107	167	217	275	340	417	每股净资产	4.882	6.937	3.725	4.914	5.166	5.472
少数股东损益	0	1	5	6	7	7	每股经营现金净流	0.730	0.437	0.385	0.531	0.530	0.604
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>107</b>	<b>166</b>	<b>212</b>	<b>268</b>	<b>333</b>	<b>409</b>	每股股利	0.150	0.150	0.100	0.150	0.200	0.250
净利率	8.7%	11.7%	11.3%	12.1%	12.8%	13.4%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	7.66%	7.49%	8.90%	7.42%	8.76%	10.16%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.19%	5.65%	6.44%	5.84%	6.88%	8.05%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	6.97%	5.95%	7.79%	6.64%	7.79%	9.00%
净利润	107	167	217	275	340	417	<b>增长率</b>						
非现金支出	52	61	94	91	103	107	主营业务收入增长率	26.79%	14.59%	32.48%	18.67%	17.06%	16.86%
非经营收益	-2	-22	-5	-20	-21	-25	EBIT增长率	62.03%	36.71%	48.36%	23.79%	22.95%	20.63%
营运资金变动	52	-66	-59	45	-32	-54	净利润增长率	66.41%	55.07%	27.64%	26.67%	24.19%	22.75%
经营活动现金净流	209	140	246	391	390	445	总资产增长率	55.87%	42.39%	11.93%	39.76%	5.36%	4.92%
<b>资本开支</b>	<b>-94</b>	<b>-114</b>	<b>-95</b>	<b>-78</b>	<b>-148</b>	<b>-119</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	-398	-222	-349	-1	1	1	应收账款周转天数	48.5	59.1	56.8	57.0	56.0	56.0
其他	0	20	20	19	21	23	存货周转天数	95.4	112.5	106.8	103.0	101.0	99.0
投资活动现金净流	-493	-316	-424	-60	-126	-95	应付账款周转天数	82.6	79.0	69.4	70.0	68.0	66.0
<b>股权募资</b>	<b>499</b>	<b>279</b>	<b>0</b>	<b>1,080</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	174.2	155.6	119.5	96.9	88.2	74.3
债权募资	-97	7	142	-52	-6	-58	<b>偿债能力</b>						
其他	-31	-54	-50	-120	-158	-192	净负债/股东权益	-24.38%	-16.84%	-2.54%	-36.81%	-37.72%	-39.43%
筹资活动现金净流	371	232	92	908	-164	-250	EBIT利息保障倍数	-62.1	-21.8	11,600.9	-49.8	-22.1	-21.4
<b>现金净流量</b>	<b>88</b>	<b>55</b>	<b>-86</b>	<b>1,238</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	资产负债率	32.26%	23.11%	26.26%	20.19%	20.26%	19.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	2	2	2	2	2
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.33

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。

此报告仅限中国大陆使用。

**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