

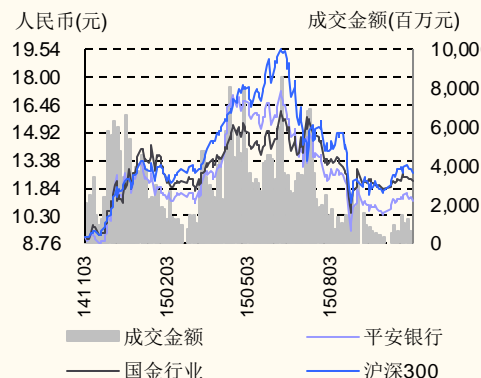
市场价格(人民币): 21.67元

## 投资参股韩国 Eutilex, 进入细胞治疗和免疫抗体领域

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)	1,026.97
总市值(百万元)	22,590.77
年内股价最高最低(元)	27.00/18.35
沪深 300 指数	3845.62
上证指数	3379.58



## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.558	0.480	0.593	0.764	0.986
每股净资产(元)	4.53	4.20	4.81	5.37	6.16
每股经营性现金流(元)	0.25	0.42	1.06	0.77	1.05
市盈率(倍)	45.51	45.88	36.70	28.52	22.09
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	66.66%	13.19%	23.52%	28.69%	29.10%
净资产收益率(%)	12.32%	11.43%	12.34%	14.21%	16.01%
总股本(百万股)	793.14	1,043.05	1,042.56	1,042.56	1,042.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 【事件】

- 华海药业以货币出资 3000 万美元, 认购韩国 Eutilex 新发行股份 1,221,858 股, 投资完成后取得 Eutilex 18.75% 的股权; 华海药业以首付款加里程碑付款加销售提成的方式许可引进 Eutilex 免疫检查点抗体项目 EU101 的中国权益, 华海药业支付给 Eutilex 公司最高不超过 850 万美元的首付款和里程碑付款, Eutilex 公司将按照约定比例分享未来的销售提成。未来 Eutilex 公司如果利用华海药业的临床前或临床数据进行 EU101 的国际权益转让, 华海药业将按照约定比例获取部分转让收益。

## 【点评】

- 1、参股韩国领先生物公司, 进入细胞治疗和免疫抗体领域。
  - Eutilex 生物科技公司由在美国和韩国学术界有 40 年免疫学研究经历的 Dr. Byoung S. Kwon 创建, 主要致力于 T 细胞治疗和免疫相关抗体的研究和商业化开发。
  - 细胞治疗: Eutilex 细胞治疗是肿瘤特异性复合抗原刺激、CD137 抗体激活的细胞毒 CD8+T 细胞, 解决了传统过继免疫细胞疗法的 MHC 限制性、效果持续性差的问题。Eutilex 开发了具有自主知识产权的肿瘤特异性 CD8+ 细胞治疗平台, 目前有多个 4-1BB CTL 细胞治疗项目处于临床 I、II 期和临床前开发阶段, 包括淋巴瘤、少突胶质瘤、乳腺癌等多个适应症。除 4-1BB CTL 细胞疗法外, Eutilex 还有 eTCR-T、CAR-T 处于临床早期阶段。目前进展最快的 3 个细胞治疗项目已经进入临床, 现有结果显示, 该细胞治疗产品在人体内具备良好的安全性, 在晚期且现有疗法无效的血液瘤和实体瘤病人中显示了初步疗效。
  - 免疫抗体: 此外, Eutilex 目前还有多个作用于肿瘤免疫检查点、肿瘤 T-reg 细胞、II 型肿瘤巨噬细胞的创新性免疫抗体项目正在开发中。同时 Eutilex 围绕肿瘤免疫机制, 开发了多个创新性抗体, 未来有潜力成为全球重磅级药物。
  - 财务状况: Eutilex 属于创新研发型公司, 目前处于项目研发前期投入阶段, 尚未产生营业收入。截止 2016 年 12 月 31 日, Eutilex 资产合计 18,894.3 万元, 负债合计 3,404.3 万元, 净资产合计 15,490 万元; 2016 年度, Eutilex 的利润总额为-2,969.2 万元。

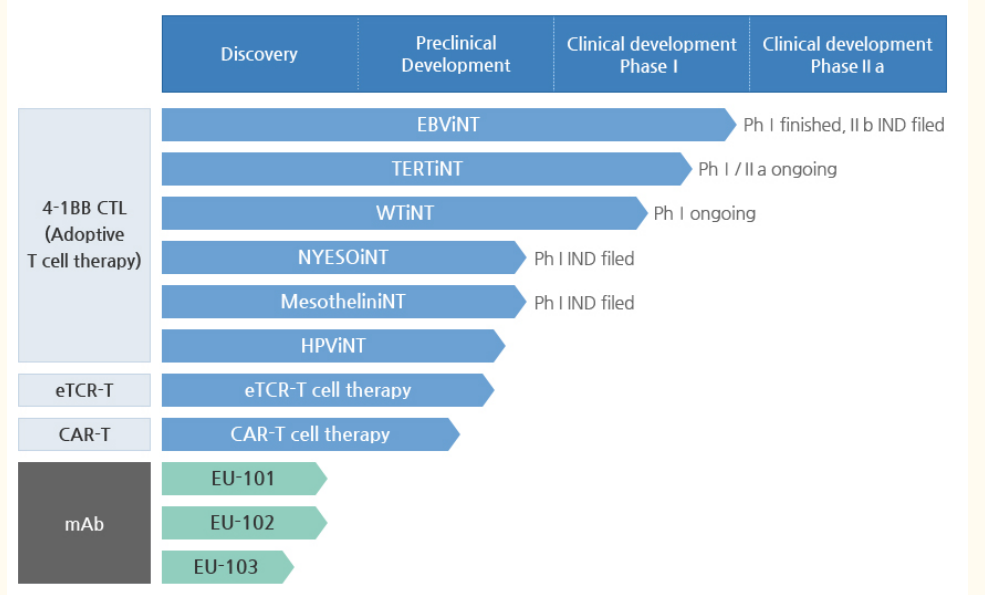
## 相关报告

1. 《专利挑战产品获批, 跻身国际一流仿制药企业-华海药业公司点评》, 2017.8.23
2. 《二季度环比改善, 制剂出口加速反补-华海药业公司点评》, 2017.8.21
3. 《中报符合预期, 二季度环比加速-华海药业公司点评》, 2017.7.27
4. 《专利挑战成功, 跻身国际一流仿制药企业-华海药业公司点评》, 2017.6.28
5. 《度洛西汀美国获批, 国内有望加速上市-华海药业公司点评》, 2017.5.25

王建礼 联系人  
wjianli@gjzq.com.cn

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

图表 1: Eutilex 产品线



来源: Eutilex、国金证券研究所

■ 2、获得 4-1BB 激动剂 EU-101 国内权益，有望成为与 PD-1/PD-L1 比肩的重磅产品。

- 4-1BB 蛋白又称淋巴细胞激活诱导受体 (receptor induced by lymphocyte activator)，为 I 型跨膜蛋白，可以诱导在活化的 T 细胞、NK 细胞上。4-1BB 信号途径的抗肿瘤作用主要是通过增强肿瘤特异性 CD8+T 细胞的功能实现，而后者在肿瘤内浸润的表达水平，是衡量浸润 T 细胞免疫功能的重要标志之一。EU-101 为人单克隆抗体激动剂，可以与 4-1BB 结合。结合之后可以增加 T 细胞数量，提升杀死癌症细胞的能力。该药物正在进行单独用药测试，并且显示与 PD-1/PD-L1 联合用药后可以增大免疫应答。
- 目前 4-1BB 激动单抗主要包括 BMS 的 Urelumab 和 Pfizer 的 Utomilumab，两者不同阶段临床试验进行中，目前已经基本验证 4-1BB 特异性激动抗体可以增加 T 细胞和自然杀伤细胞的增殖和活性。(临床进展见附表)。
- **Utomilumab (PF-05082566)** 是刺激 4-1BB 信号传导 (共刺激检查点分子) 的完全人源化的单克隆激动剂抗体。临床前研究表明，联合 utomilumab 与检查点抑制剂 (例如 PD-1, PD-L1, CTLA-4 拮抗剂) 在肿瘤模型中导致增强的免疫应答。临床前数据和 I 期临床试验的数据显示 utomilumab 联合利妥昔单抗对复发性或难治性 CD20 阳性淋巴瘤患者具有显著的抗肿瘤功效，并且没有观察到剂量限制性毒性。另外，没有患者由于治疗相关的不良事件停止治疗。该药物目前在更多的 I 期试验中与利妥昔单抗 (NCT01307267)，莫格马珠单抗 (NCT02444793)，实验性 OX40 激动剂 (NCT02315066) 和 avelumab (NCT02554812) 组合进行评估。在少数晚期癌症患者 (包括胰腺癌，结肠直肠癌，肾癌，甲状腺癌和肺癌) 中对 utomilumab 和 pembrolizumab (NCT02179918) 的联合进行了评估。在 23 例患者中，6 例患者完全或部分反应。CR 发生在一例小细胞肺癌患者 (CR 现在近一年)，另一例患有肾癌 (CR 超过一年)。没有安全问题。
- **Urelumab:** 联合 Nivolumab 治疗显示出令人鼓舞的疗效，针对黑色素瘤，在 46 例可评估的患者中，客观缓解率为 50% (23/46, 18 例已证实, 5 例未证实)。在 PD-L1 阳性和 PD-L1 阴性的黑色素瘤患者中也看

到了相似的结果，客观缓解率在 PD-L1 表达 $\geq 1\%$ 和 $< 1\%$ 的患者中分别为 50% (10/20) 和 47% (8/17)。在其他研究组 (78 例) 中，1 例非小细胞肺癌患者和 1 例头颈部鳞状细胞癌患者获得了客观缓解。Urelumab 联合 Nivolumab 治疗的 I/II 期研究评价了安全剂量和可耐受剂量。在所有患者中，联合组对比单药 Nivolumab 组未显著增加的毒性作用。在晚期/转移性黑色素瘤患者 (46 例)，弥漫性大 B 细胞淋巴瘤患者 (DLBCL, 19 例)，PD-1/PD-L1 治疗进展的非小细胞癌患者 (14 例)，之前未接受 PD-1/PD-L1 治疗的非小细胞肺癌患者 (20 例)，头颈部鳞状细胞癌患者 (22 例) 和其他肿瘤患者 (3 例) 中进行。客观缓解率分别是 50%、0、0、5%、5% 和 0，疾病控制率分别是 70%、21%、21%、35%、23% 和 33%。但是 Urelumab 在针对黑色素瘤患者的 II 期试验由于 4 级肝毒性的发病率很高而提前终止，同时在探索安全和有效剂量的临床试验，包括单药治疗晚期或者转移性实体瘤、复发或难治性非霍奇金淋巴瘤；并探索与 BMS 的产品 lirilumab 等联合治疗。

■ **现有 4-1BB 激动剂临床总结：**

- 探索单药治疗复发或难治性实体瘤；
- 与肿瘤特异性单抗如 Rituximab 和 Cetuximab 等联合使用激活 NK 细胞由此增强 ADCC 效果。
- BMS 的 Urelumab 是 IgG4 结构，并不阻断 4-1BB 配体的结合，但是在 0.3mg/kg 就显示了肝脏毒性；Pfizer 的 Utomilumab 是 IgG2 结构阻断 4-1BB 配体，但即使在 10mg/kg 的剂量水平也未显示肝脏毒性。
- 与 PD-1/CTLA-4 的联合治疗临床探索进行当中，也是免疫治疗的一大趋势。

- 不论从临床机理、适应症、临床进展和潜在市场空间，都显示出与 PD-1/PD-L1 单抗的类似性，4-1BB 激动剂有望成为类似重磅的免疫治疗单抗。

【投资逻辑】

- **制剂出口：**十年投入成功创造“华海模式”。拥有成熟的高技术固体制剂仿制药研发、申报注册平台，现有产品集群已经形成，Solco 销售平台产品已经进入美国主流销售渠道，并且在多奈哌齐、缬沙坦等品种形成竞争优势。公司后续申报产品多以缓控释等高毛利产品为主，并且专利挑战进入常态化，公司业务有望通过专利挑战成功实现质变。同时，公司通过“制剂出口平台”与国内企业合作产品在美国注册销售，打造中国制造叠加美国渠道的双赢模式。
- **国内制剂：**“优先审评审批”+“等同于通过一致性评价”+“招标优势”国内逻辑完全打通，静待产品批量上市。公司通过合作销售、自建销售团队等不同模式加速推广优势产品。长期来看，随着医保支付价、两票制等政策的执行，医药由以前的“市场销售”导向型进入以“研发、产品”为主的阶段，而华海药业完全符合该趋势的发展。
- **原料药：**公司的业务的基石，新品种和产能释放保证稳定增长，带来持续现金流，保证公司的产品质量、成本优势和供应链的稳定。
- **生物药：**高仿产品，目前临床中，以 biosimilar 优势节省注册时间和临床费用，其中针对 TNF $\alpha$  的 biosimilar 进展较快，并有生物创新药在研。

【投资建议】

- 我们预计公司 17-19 年净利润分别为 6.19/7.96/10.28 亿。如果未来更多品种进入优先审评并且产品获批，将增厚公司业绩，我们将根据后续的获批时间、销售情况再进行调整。综合考虑公司制剂出口的龙头地位，在国内制剂业务的巨大潜力及单抗业务的长期布局，给予“买入”评级。

**【风险】**

- ANDA 获批不达预期、国内审批慢于预期、销售整合慢于预期、环保风险

**图表 1: Utomilumab 临床进展状况**

Row	Saved	Status	Study Title	Conditions	Interventions
1	<input type="checkbox"/>	•Recruiting	<a href="#">A Study of PF-05082566 In Combination With Mogamulizumab In Patients With Advanced Solid Tumors</a>	Advanced/Metastatic Solid Tumors	Drug: PF-05082566; Drug: KW-0761
2	<input type="checkbox"/>	•Completed	<a href="#">A Study Of 4-1BB Agonist PF-05082566 Plus PD-1 Inhibitor MK-3475 In Patients With Solid Tumors (B1641003/KEYNOTE-0036)</a>	Advanced Solid Tumors	Drug: PF-05082566; Drug: MK-3475
3	<input type="checkbox"/>	•Recruiting	<a href="#">A Study Of PF-05082566 As A Single Agent And In Combination With Rituximab</a>	Lymphoma, Non-Hodgkin; Lymphoma, Follicular; Lymphoma, Large B-Cell, Diffuse; Carcinoma, Non-Small-Cell Lung; Carcinoma, Renal Cell; Carcinoma, Squamous Cell of Head and Neck; Malignant Melanoma	Drug: PF-05082566; Drug: rituximab
4	<input type="checkbox"/>	•Recruiting	<a href="#">Study Of OX40 Agonist PF-04518600 Alone And In Combination With 4-1BB Agonist PF-05082566</a>	Neoplasms	Drug: PF-04518600; Drug: PF-04518600 plus PF-05082566
5	<input type="checkbox"/>	•Recruiting	<a href="#">A Study Of Avelumab In Combination With Other Cancer Immunotherapies In Advanced Malignancies (JAVELIN Medley)</a>	Advanced Cancer	Drug: Avelumab; Drug: Utomilumab; Drug: PF-04518600; Drug: PD 0360324
6	<input type="checkbox"/>	•Not yet recruiting	<a href="#">Utomilumab and ISA101b Vaccination in Patients With HPV-16-Positive Incurable Oropharyngeal Cancer</a>	Malignant Neoplasms of Ill-defined Secondary and Unspecified Sites; Malignant Neoplasms of Lip Oral Cavity and Pharynx; Oropharyngeal Cancer	Drug: Utomilumab; Biological: ISA101b
7	<input type="checkbox"/>	•Recruiting	<a href="#">Study to Evaluate the Safety and Tolerability of Avelumab in Combination With Other Anti-Cancer Therapies in Patients With Advanced Malignancies</a>	Malignant Neoplasm of Breast; Malignant Neoplasms of Bone and Articular Cartilage; Malignant Neoplasms of Digestive Organs; Malignant Neoplasms of Eye Brain and Other Parts of Central Nervous System; Malignant Neoplasms of Female Genital Organs; Malignant Neoplasms of Ill-defined Secondary and Unspecified Sites; Malignant Neoplasms of Independent (Primary) Multiple Sites; Malignant Neoplasms of Lip Oral Cavity and Pharynx; Malignant Neoplasms of Male Genital Organs; Malignant Neoplasms of Mesothelial and Soft Tissue; Malignant Neoplasms of Respiratory and Intrathoracic Organs; Malignant Neoplasms of Thyroid and Other Endocrine Glands; Malignant Neoplasms of Urinary Tract; Neoplasms of Uncertain or Unknown Behavior	Drug: Avelumab; Drug: Utomilumab; Drug: PF-04518600; Radiation: Radiation; Drug: Cisplatin
8	<input type="checkbox"/>	•Recruiting	<a href="#">Avelumab In Combination Regimens That Include An Immune Agonist, Epigenetic Modulator, CD20 Antagonist and/or Conventional Chemotherapy in Patients With Relapsed or Refractory Diffuse Large B-cell Lymphoma (R/R DLBCL)</a>	Diffuse Large B-Cell Lymphoma	Biological: Avelumab; Biological: Utomilumab; Biological: Rituximab; Other: Azacitidine; Drug: Bendamustine; Drug: Gemcitabine; Drug: Oxaliplatin

来源: clinicaltrials、国金证券研究所

**图表 3: urelumab 临床进展状况**

Row	Saved	Status	Study Title	Conditions	Interventions
1	<input type="checkbox"/>	Completed	<a href="#">Combination Study of Urelumab and Rituximab in Patients With B-cell Non-Hodgkins Lymphoma</a>	B-Cell Malignancies	Biological: Urelumab; Biological: Rituximab
2	<input type="checkbox"/>	Withdrawn	<a href="#">Urelumab (CD137 mAb) With Rituximab for Relapsed, Refractory or High-risk Untreated Chronic Lymphocytic Leukemia (CLL) Patients</a>	Leukemia	Drug: Rituximab; Drug: Urelumab
3	<input type="checkbox"/>	Completed	<a href="#">Combination Study of Urelumab and Cetuximab in Patients With Advanced/Metastatic Colorectal Cancer or Advanced/Metastatic Head and Neck Cancer</a>	Colorectal Cancer; Head and Neck Cancer	Biological: Urelumab; Biological: Cetuximab
4	<input type="checkbox"/>	Recruiting	<a href="#">Neoadjuvant Nivolumab With and Without Urelumab in Patients With Cisplatin-Ineligible Muscle-Invasive Urothelial Carcinoma of the Bladder</a>	Urothelial Carcinoma; Bladder Cancer	Drug: Nivolumab in combination with Urelumab; Drug: Nivolumab monotherapy
5	<input type="checkbox"/>	Recruiting	<a href="#">An Investigational Immuno-therapy Study to Determine the Safety of Urelumab Given in Combination With Nivolumab in Solid Tumors and B-cell Non-Hodgkin's Lymphoma</a>	Advanced Solid Tumors; Advanced B-cell NHL	Biological: Urelumab; Biological: Nivolumab
6	<input type="checkbox"/>	Active, not recruiting	<a href="#">A Phase I Open Label Study of the Safety and Tolerability of Elotuzumab (BMS-901608) Administered in Combination With Either Lirilumab (BMS-986015) or Urelumab (BMS-663513) in Subjects With Multiple Myeloma</a>	Multiple Myeloma	Drug: Elotuzumab; Drug: Lirilumab; Drug: Urelumab
7	<input type="checkbox"/>	Completed	<a href="#">Safety, Tolerability, Pharmacokinetics, and Immunoregulatory Study of Urelumab (BMS-663513) in Subjects With Advanced and/or Metastatic Solid Tumors and Relapsed/Refractory B-cell Non-Hodgkin's Lymphoma</a>	Cancer - Solid Tumors and B-Cell Non-Hodgkin's Lymphoma	Drug: Urelumab (BMS-663513)
8	<input type="checkbox"/>	Recruiting	<a href="#">Study of Urelumab in Subjects With Advanced and/or Metastatic Malignant Tumors</a>	Malignant Tumors	Drug: Urelumab; Drug: Nivolumab
9	<input type="checkbox"/>	Terminated	<a href="#">A Study of BMS-663513 Administered in Combination With Chemotherapy to Subjects With Advanced Solid Malignancies</a>	Advanced Solid Malignancies	Drug: BMS-663513
10	<input type="checkbox"/>	Terminated	<a href="#">A Study of BMS-663513 in Combination With Chemoradiation in Subjects With Non Small Cell Lung Carcinoma (NSCLC)</a>	Non Small Cell Lung Cancer	Drug: BMS-663513
11	<input type="checkbox"/>	Recruiting	<a href="#">Anti-LAG-3 or Urelumab Alone and in Combination With Nivolumab in Treating Patients With Recurrent Glioblastoma</a>	Glioblastoma; Gliosarcoma; Recurrent Brain Neoplasm	Biological: Anti-LAG-3 Monoclonal Antibody BMS 986016; Biological: Anti-PD-1; Other: Pharmacological Study; Other: Laboratory Biomarker Analysis; Biological: Anti-CD137
12	<input type="checkbox"/>	Terminated	<a href="#">Study of BMS-663513 in Patients With Advanced Cancer</a>	Tumors	Drug: BMS-663513
13	<input type="checkbox"/>	Completed	<a href="#">Phase II, 2nd Line Melanoma - RAND Monotherapy</a>	Melanoma	Drug: Anti-CD137 (4-1BB) (BMS-663513)
14	<input type="checkbox"/>	Withdrawn	<a href="#">Combination of Anti-CD137 &amp; Ipilimumab in Patients With Melanoma</a>	Melanoma	Drug: AntiCD137; Drug: Ipilimumab
15	<input type="checkbox"/>	Recruiting	<a href="#">Combining PD-1 Blockade, CD137 Agonism and Adoptive Cell Therapy for Metastatic Melanoma</a>	Melanoma (Skin); Skin Cancer	Drug: Nivolumab; Procedure: Surgery to Remove Tumor for Growth of TIL; Drug: CD137; Drug: Cyclophosphamide; Drug: Fludarabine; Biological: TIL Infusion; Drug: Interleukin-2

来源: clinicaltrials、国金证券研究所

附录：三张表预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,585	3,500	4,093	4,809	5,674	6,725
增长率		35.4%	16.9%	17.5%	18.0%	18.5%
主营业务成本	-1,430	-1,777	-2,053	-2,424	-2,811	-3,194
% 销售收入	55.3%	50.8%	50.2%	50.4%	49.5%	47.5%
毛利	1,155	1,723	2,040	2,385	2,863	3,531
% 销售收入	44.7%	49.2%	49.8%	49.6%	50.5%	52.5%
营业税金及附加	-10	-28	-40	-48	-56	-67
% 销售收入	0.4%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-274	-448	-615	-577	-681	-807
% 销售收入	10.6%	12.8%	15.0%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用	-526	-714	-860	-981	-1,157	-1,412
% 销售收入	20.3%	20.4%	21.0%	20.4%	20.4%	21.0%
息税前利润（EBIT）	345	533	526	779	968	1,245
% 销售收入	13.3%	15.2%	12.8%	16.2%	17.1%	18.5%
财务费用	-31	6	8	-85	-69	-62
% 销售收入	1.2%	-0.2%	-0.2%	1.8%	1.2%	0.9%
资产减值损失	-18	-49	-26	-13	-2	-3
公允价值变动收益	-17	2	0	0	0	0
投资收益	28	2	0	1	1	1
% 税前利润	9.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	307	493	508	682	899	1,181
营业利润率	11.9%	14.1%	12.4%	14.2%	15.8%	17.6%
营业外收支	6	31	59	60	60	60
税前利润	313	524	567	742	959	1,241
利润率	12.1%	15.0%	13.9%	15.4%	16.9%	18.5%
所得税	-56	-87	-110	-134	-173	-223
所得税率	18.0%	16.6%	19.4%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	257	437	457	609	786	1,018
少数股东损益	-9	-6	-44	-10	-10	-10
归属于母公司的净利润	266	442	501	619	796	1,028
净利率	10.3%	12.6%	12.2%	12.9%	14.0%	15.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	257	437	457	609	786	1,018
少数股东损益	-9	-6	-44	-10	-10	-10
非现金支出	170	247	277	280	296	322
非经营收益	17	-37	-37	-8	-24	-24
营运资金变动	-115	-451	-264	227	-258	-223
经营活动现金净流	329	195	433	1,108	800	1,093
资本开支	-437	-524	-732	-428	-449	-350
投资	0	-70	-13	-1	0	0
其他	539	194	38	1	1	1
投资活动现金净流	102	-399	-707	-428	-448	-349
股权募资	150	106	463	0	0	0
债权募资	-66	243	142	-590	0	1
其他	-522	-103	-145	-41	-246	-246
筹资活动现金净流	-439	245	459	-630	-246	-245
现金净流量	-8	41	186	49	107	499

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	527	602	792	841	948	1,447
应收款项	825	1,092	1,322	1,286	1,518	1,799
存货	786	1,077	1,330	1,262	1,463	1,663
其他流动资产	219	61	68	43	50	56
流动资产	2,357	2,832	3,511	3,432	3,979	4,965
% 总资产	52.3%	51.3%	52.2%	50.0%	52.2%	57.0%
长期投资	0	8	21	22	21	21
固定资产	1,723	2,094	2,561	2,908	3,128	3,223
% 总资产	38.2%	38.0%	38.1%	42.3%	41.0%	37.0%
无形资产	383	492	554	426	422	418
非流动资产	2,154	2,684	3,215	3,434	3,650	3,740
% 总资产	47.7%	48.7%	47.8%	50.0%	47.8%	43.0%
资产总计	4,510	5,515	6,726	6,867	7,628	8,705
短期借款	497	862	490	0	0	0
应付款项	526	635	824	907	1,053	1,199
其他流动负债	175	185	200	227	265	386
流动负债	1,197	1,682	1,514	1,134	1,318	1,585
长期贷款	0	0	535	535	535	536
其他长期负债	47	113	100	0	0	0
负债	1,244	1,795	2,149	1,669	1,853	2,121
普通股股东权益	3,221	3,591	4,384	5,014	5,601	6,420
少数股东权益	45	129	194	184	174	164
负债股东权益合计	4,510	5,515	6,726	6,867	7,628	8,705

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.338	0.558	0.480	0.593	0.764	0.986
每股净资产	4.100	4.528	4.203	4.807	5.370	6.155
每股经营现金净流	0.418	0.246	0.415	1.062	0.767	1.048
每股股利	0.150	0.200	0.180	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	8.24%	12.32%	11.43%	12.34%	14.21%	16.01%
总资产收益率	5.89%	8.02%	7.45%	9.01%	10.44%	11.81%
投入资本收益率	7.51%	9.70%	7.56%	11.14%	12.59%	14.34%
增长率						
主营业务收入增长率	12.57%	35.41%	16.93%	17.49%	17.99%	18.52%
EBIT增长率	-16.93%	54.62%	-1.40%	48.23%	24.30%	28.57%
净利润增长率	-26.08%	66.66%	13.19%	23.52%	28.69%	29.10%
总资产增长率	0.98%	22.29%	21.95%	2.08%	11.09%	14.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	94.0	95.2	103.4	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	200.6	191.3	214.1	190.0	190.0	190.0
应付账款周转天数	57.6	56.2	63.5	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	170.0	166.9	166.3	137.5	111.4	88.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.91%	7.00%	5.08%	-5.89%	-7.15%	-13.84%
EBIT利息保障倍数	11.2	-91.6	-65.5	9.1	14.1	20.0
资产负债率	27.58%	32.55%	31.94%	24.30%	24.29%	24.36%

来源：公司公告、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	0	8	9	9	9
增持	0	6	8	8	8
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.53	1.56	1.56	1.56

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-06	买入	22.20	28.00~32.00
2	2017-04-25	买入	21.78	28.00~33.00
3	2017-05-08	买入	18.99	28.00~33.00
4	2017-05-25	买入	19.27	28.00~33.00
5	2017-06-28	买入	21.28	N/A
6	2017-07-27	买入	19.52	N/A
7	2017-08-21	买入	19.39	N/A
8	2017-08-23	买入	20.09	N/A

来源：国金证券研究所



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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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