



原料药提价增厚业绩，制剂一致性评价提估值

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 国家环保监管政策趋严导致部分原料药生产企业减产或停产且上游原材料涨价，产量降低+成本升高推动原料药价格上涨，推动净利润快速增长。布洛芬、咖啡因及阿司匹林等低价药原料药提价终端接受程度高；2) 38个化学制剂已申报参比制剂，在PDB样本医院的平均市占率仅为1.89%，通过一致性评价平均市占率有望提升至5%以上，显著提升业绩和估值水平。
- **供给侧改革推动原料药价格上涨，显著增厚业绩。** 国家环保监督力度加大，尤其是2017年中央环境保护督察全面启动，整个化工和原料药行业出现明显的供给侧改革。上游化工原材料价格提升+中游原料药产能收缩+下游低价药提价且需求增加，推动原料药价格显著提升。以公司四大主要原料药产品咖啡因、阿司匹林、安乃近、布洛芬（合计占原料药收入的比例为65%）为例，截止2017年8月份，全国海关总出口的平均价格分别同比提升52%、36%、9%、2%，仍处于持续提升阶段。我们测算新华制药原料药在2017-2018年的平均提价幅度将分别达到15.59%和8.62%。按照当前价格测算2017年实现满产（目前产能利用率低于80%）的理论毛利将达到10.6亿，相比2016年增长130%。按照10%的原料药销量增长进行保守估计，原料药业务贡献的净利润将从2016年的0.9亿增长到2017-2019年的2.3亿、3.7亿、4.2亿，显著增厚业绩。
- **大制剂战略推动化学制剂放量，一致性评价有望提升市场空间。** 公司强力推进大制剂战略，销售费率稳步提升，目前已经初见成效，2013-2016核心品种的销量平均增速达到29%，2017H1销售额增速提升至24%，制剂产品进入快速增长阶段。公司积极推动一致性评价战略，38个品种已申报参比制剂备案，在国内企业中排名靠前，卡托普利片已完成BE备案。这些品种市场竞争激烈，平均批文数量超过30个，2016年在PDB样本医院的平均市占率为1.89%。我们预计一致性评价品种的平均市占率有望从2016年的1.89%提升至2020年的5%。如不考虑一致性评价增量，2020年的制剂收入和净利润分别是2016年的2.2倍和3.9倍；如考虑一致性评价增量，2020年的收入和净利润将分别达到2016年的3.2倍和14倍，显著增厚制剂业务的收入和利润弹性。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2017-2019年收入和归母净利润复合增速分别为19%和66%。从估值来看，公司PE明显低于同行业公司。随着原料药提价带来业绩进入高增长通道、制剂一致性评价有望提升估值水平，我们认为公司估值将恢复至行业平均水平。预计公司2018年4.3亿净利润，其中制剂净利润0.6亿，原料药和中间体3.7亿，分别给予2018年行业平均估值31倍和25倍PE，对应目标价为23.25元。维持“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4014.96	4952.84	5827.34	6734.93
增长率	11.62%	23.36%	17.66%	15.57%
归属母公司净利润(百万元)	122.27	271.51	429.05	556.85
增长率	47.20%	122.06%	58.02%	29.79%
每股收益EPS(元)	0.26	0.57	0.90	1.16
净资产收益率ROE	6.40%	12.03%	16.13%	17.55%
PE	62	28	18	14
PB	3.64	3.08	2.61	2.19

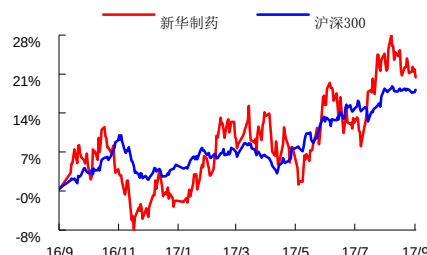
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平
执业证号: S1250517080004
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.57
流通A股(亿股)	3.07
52周内股价区间(元)	11.85-16.45
总市值(亿元)	70.65
总资产(亿元)	49.98
每股净资产(元)	4.64

相关研究

1. 新华制药(000756): 员工持股绑定利益, 原料药提价和一致性评价增厚业绩 (2017-10-09)

投资要件

关键假设

1、参照海关平均出口价格变化幅度，如不考虑后期持续涨价，预计 2017-2019 年公司的布洛芬提价幅度分别为 7%、0%、0%；安乃近提价幅度分别为 5%、3%、0%；咖啡因的提价幅度分别为 27%、20%、0%；阿司匹林的提价幅度分别为 23%、12%、0%。随着原料药提价，毛利率有所提升，预计 2017-2019 年公司原料药综合毛利率分别为 33%、38%、39%；

2、预计制剂业务 2017-2019 年销量增速分别为 18%、15%、22%，成本控制和规模效应使得毛利率稳步提升，2017-2019 年毛利率分别为 29%、30%、31%。

我们区别于市场的观点

市场忽视了原料药提价对公司的业绩弹性。由于环保监管严格和上游原材料涨价，原料药价格明显提升，截止 2017 年 7 月，咖啡因、阿司匹林、安乃近、布洛芬的全国出口平均价格分别同比提升 52%、36%、9%、2%，且目前来看价格仍然存在持续提升空间。由于产品提价无需增加成本，只需缴纳税费等，有望显著增厚业绩。即便按照 10%的原料药销量增长进行保守估计，原料药业务贡献的净利润将从 2016 年的 0.9 亿增长到 2017-2019 年的 2.3 亿、3.7 亿、4.2 亿，显著增厚业绩。

市场忽视了一致性评价对公司的业绩弹性。我们测算了公司已经申报一致性评价参比制剂备案的品种弹性。2016 年估计公司销售收入为 5.2 亿，在 PDB 样本医院销售数据的平均市占率仅为 1.89%，预计 2018-2019 年陆续通过一致性评价，2020 年达到 5%的平均市占率。如不考虑一致性评价增量，2020 年的制剂收入和净利润分别是 2016 年的 2.2 倍和 3.9 倍；如考虑一致性评价增量，2020 年的收入和净利润将分别达到 2016 年的 3.2 倍和 14 倍，显著增厚制剂业务的收入和利润弹性。

股价上涨的催化因素

原料药价格持续提升，制剂销售超预期，一致性评价进度超预期。

估值和目标价格

从估值来看，公司 PE 明显低于同行业公司。随着原料药提价带来业绩进入高速增长通道、制剂一致性评价有望提升估值水平，我们认为公司估值将恢复至行业平均水平。预计公司 2018 年 4.3 亿净利润，其中制剂净利润 0.6 亿，原料药和中间体 3.7 亿，分别给予 2018 年行业平均估值 31 倍和 25 倍 PE，对应目标价为 23.25 元。

投资风险

原料药增速或低于预期的风险，制剂销售或低于预期的风险，一致性评价或低于预期的风险。

目 录

1 业绩高速增长，员工持股有望提升积极性	1
2 供给侧改革推动原料药价格上涨，将显著增厚业绩	3
2.1 全国解热镇痛类原料药龙头企业	3
2.2 工艺改进+成本控制推动原料药毛利率持续提升	5
2.3 供给侧改革推动原料药持续提价	6
3 大制剂战略推动产品放量，一致性评价提升市场空间	9
3.1 大制剂战略成效显著，制剂产品快速放量	9
3.2 一致性评价迎来产品市场集中度大幅度提升	10
4 盈利预测与估值	15
4.1 主营业务盈利预测	15
4.2 绝对估值	16
4.3 相对估值	17
5 风险提示	18

图 目 录

图 1：公司股权结构.....	1
图 2：2012-2017H1 公司营业收入增长趋势	2
图 3：2012-2017H1 公司归母净利润增长趋势	2
图 4：2012-2017H1 公司业务收入结构	2
图 5：2012-2017H1 公司业务毛利结构	2
图 6：2012-2017H1 公司期间费用率变化趋势	3
图 7：2012-2017H1 公司盈利能力提升趋势	3
图 8：公司化学原料药业务主要产品分类收入占比	4
图 9：公司四大品种占原料药总收入的比例	4
图 10：公司化学原料药业务收入（百万元）及增长率	5
图 11：公司化学原料药业务毛利率及毛利占比变化趋势	5
图 12：全国安乃近原料药出口价格（元/千克）变化趋势.....	7
图 13：全国安乃近原料药出口数量变化趋势	7
图 14：全国咖啡因原料药出口价格（元/千克）变化趋势.....	7
图 15：全国咖啡因原料药出口数量变化趋势	7
图 16：全国布洛芬原料药出口价格（元/千克）变化趋势.....	7
图 17：全国布洛芬原料药出口数量变化趋势	7
图 18：公司销售人员变化趋势.....	9
图 19：公司重点制剂品种的销量增速	9
图 20：药品一致性评价工作关键点	10
图 21：药品一致性评价工作流程图	11
图 22：公司制剂一致性评价优势	13
图 23：PDB 样本医院的阿司匹林片剂销售额增长趋势.....	13
图 24：2016 年 PDB 样本医院的阿司匹林片剂竞争格局.....	13
图 25：2016 年 PDB 样本医院的克拉霉素片剂竞争格局.....	14
图 26：2016 年 PDB 样本医院的头孢克肟胶囊竞争格局.....	14

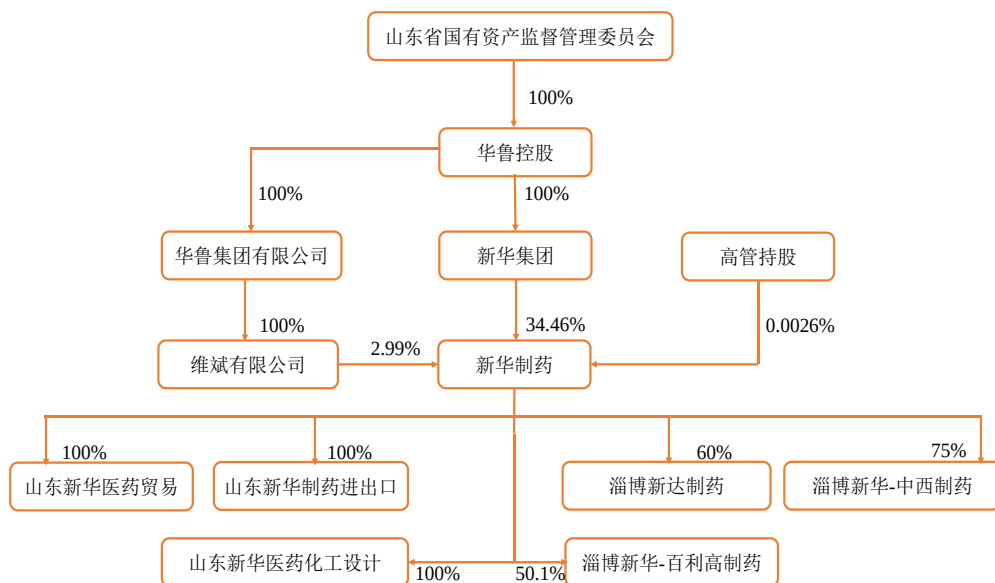
表 目 录

表 1：公司非公开发行情况简介	1
表 2：公司化学原料药业务主要产品列表	3
表 3：全国解热镇痛类原料药出口企业排名	4
表 4：公司重点化学原料药产品的市场竞争情况（百万元）	4
表 5：化学原料药上市公司毛利率比较	5
表 6：近年来环境保护政策及法规	6
表 7：主要原料药全国出口价格和数量变化趋势	6
表 8：四大原料药品种全国出口价格变化趋势	8
表 9：2017 年公司原料药毛利测算	8
表 10：公司原料药业务收入和净利润测算（百万元）	8
表 11：介宁（阿司匹林肠溶缓释片）平均中标价变化趋势	9
表 12：公司申请的一致性评价参比制剂品种（百万元）	12
表 13：一致性评价对新华制药制剂业务的收入和利润弹性测算	15
表 14：公司业务分拆收入预测（百万元）	15
表 15：绝对估值假设条件	16
表 16：FCFF 估值结果	17
表 17：FCFF 估值敏感性分析（元）	17
表 18：可比公司盈利预测相对估值	18
附表：财务预测与估值	19

1 业绩高速增长，员工持股有望提升积极性

新华制药是我国重点骨干大型制药企业、亚洲最大的解热镇痛类药物生产和出口基地。公司业务涵盖化学原料药、医药制剂、医药化工中间体、医药商业四大板块。公司实际控制人为华鲁控股，通过新华集团和维斌有限公司合计持有上市公司的 37.45% 股权。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司近期向中国证券登记结算公司提交了非公开发行的股份登记申请资料，员工持股计划和山东聚赢产业基金参与非公开发行，共计募集资金不超过 2.3 亿元。根据定价方案，我们测算非公开发行价格不低于发行首日前 20 日均价的 70%，即 11.1412 元/股，估计最终发行价格不低于 11.15 元，发行 A 股数量不超过 2107 万股。

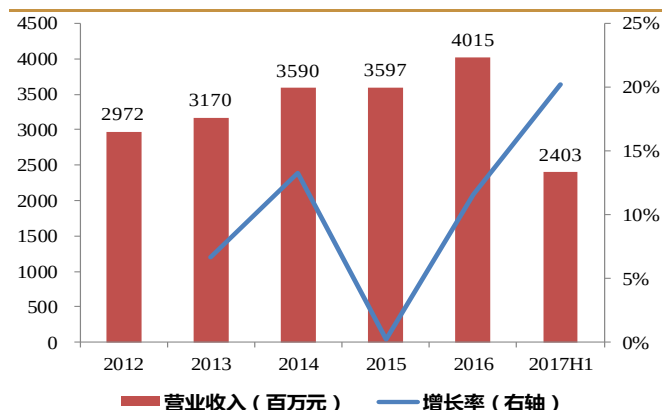
表 1：公司非公开发行情况简介

发行对象	发行股份数（万股）	募集资金（万元）
员工持股计划	314	3,505
山东聚赢产业基金	1,793	19,993
合计	2,107	23,498

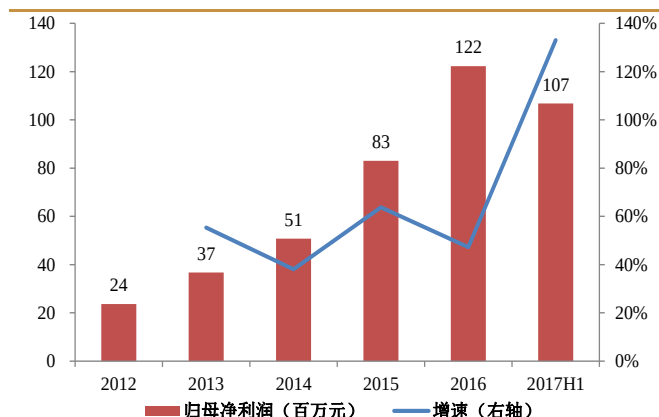
数据来源：公司公告，西南证券整理

员工持股计划认购总金额不超过 3505 万元。员工持股计划涉及人员共 492 人，其中董监高 12 人，共计出资不超过 882 万元，占比 25%；其他员工 480 人，出资金额不超过 2623 万元，占比 75%。此次员工持股计划覆盖面广，有助于绑定员工和公司利益。

2012-2016 年期间，公司收入稳步增长，年均复合增速达到 8%，归母净利润实现高速增长，年均复合增速达 51%。2017H1 收入和归母净利润增速分别高达 20% 和 133%，产品销售增长和内部控制改善有望推动业绩持续高速增长。

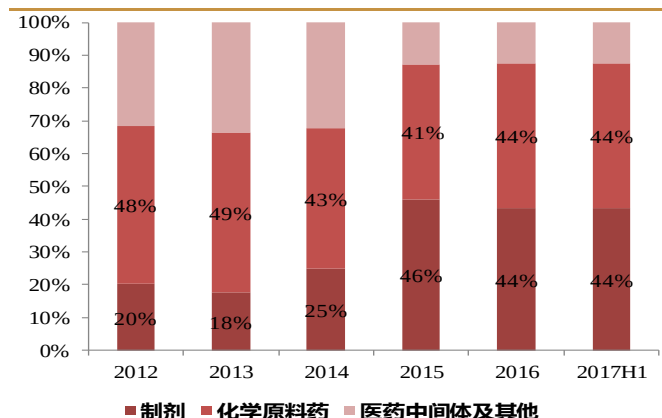
图 2：2012-2017H1 公司营业收入增长趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

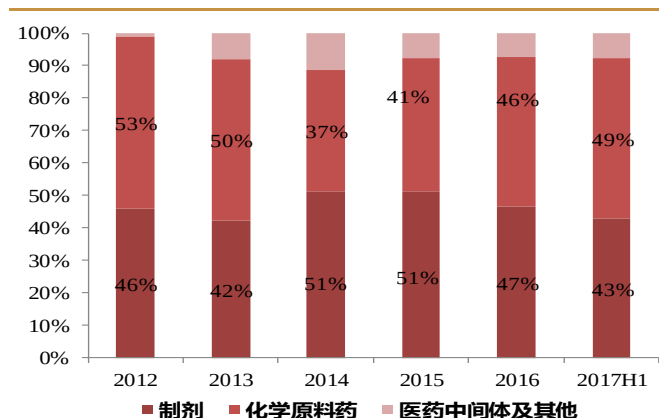
图 3：2012-2017H1 公司归母净利润增长趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

从业务结构来看，原料药和制剂是公司最主要的收入和毛利来源。2016 年制剂和原料药的收入占比均为 44%，毛利占比分别为 47%和 46%。2017H1 制剂和原料药的收入占比维持在 44%和 44%，毛利占比分别为 43%和 49%。

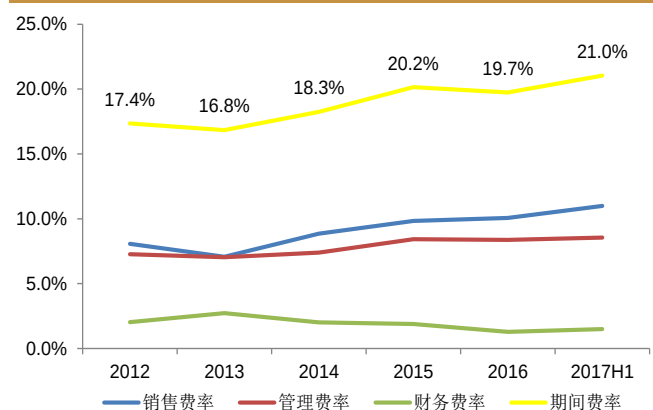
图 4：2012-2017H1 公司业务收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

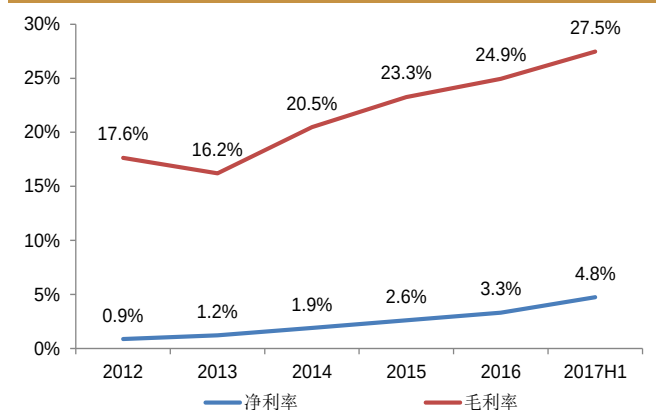
图 5：2012-2017H1 公司业务毛利结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

从期间费用率来看，随着公司营销推广力度加大和研发投入加大，公司的销售费率和管理费率略有上升，导致期间费率有所提升 2017H1 期间费率达到 21.04%。从盈利能力来看，公司通过成本控制和内部控制管理改善，原料药和制剂的毛利率均持续提升，推动公司净利率水平升高。2017H1 公司毛利率达到 27.46%，净利率达到 4.75%。

图 6：2012-2017H1 公司期间费用率变化趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2012-2017H1 公司盈利能力提升趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 供给侧改革推动原料药价格上涨，将显著增厚业绩

2.1 全国解热镇痛类原料药龙头企业

公司的化学原料药主要是解热镇痛类和中枢神经类，主要品种包括布洛芬、安乃近、阿司匹林、咖啡因，这四大品种占原料药总收入的比例为 65%。

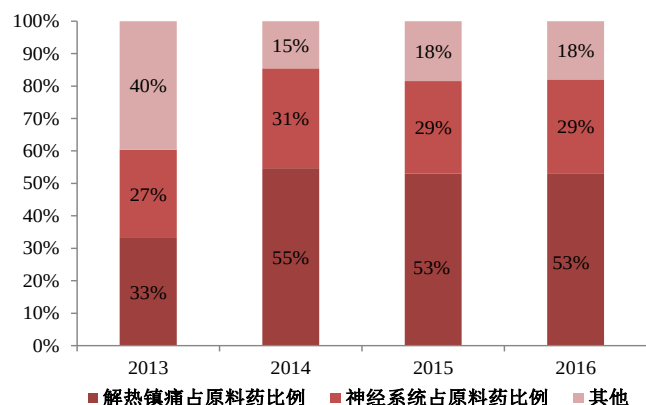
从下游需求来看，全球解热镇痛药市场规模约为 400 亿美元，保持 4% 左右的复合增速，随着全球老龄化进程加快，老年人疼痛较多对解热镇痛药的需求持续增长。全球市场已有数十种解热镇痛药，但扑热息痛、阿司匹林、布洛芬、安乃近等 7 个老品种一直占据全球市场的 70% 以上，主要原因是这些传统老药的性价比高且副作用小，虽然陆续有新品种上市但始终无法快速放量。全球中枢神经类药物在 2010 年就突破了 1200 亿美元，社会节奏加快+竞争压力加大+老龄化加快推动全球中枢神经类药物市场持续增长。

总体来看，下游解热镇痛类药物和中枢神经类药物仍然保持增长态势，对原料药的需求也在持续增加。

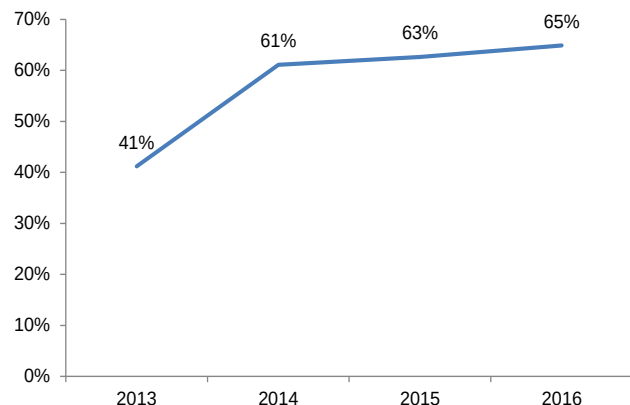
表 2：公司化学原料药业务主要产品列表

主要分类	主要产品	2016 收入（百万元）	2016 收入占原料药比重
解热镇痛类	布洛芬	374	21%
	安乃近	298	17%
	阿司匹林	151	9%
	氨基比林	91	5%
	异丙基安替比林	26	1%
中枢神经类	咖啡因	326	18%
	左旋多巴	186	11%

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司化学原料药业务主要产品分类收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司四大品种占原料药总收入的比例


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司是全球重要的解热镇痛类和中枢神经类原料药出口企业。海关数据显示：2017H1 新华制药在全国解热镇痛类原料药出口企业中出口金额排名第一。其中阿司匹林和安乃近出口金额排名第一，布洛芬新华制药及其子公司淄博新华-百利高制药分别排名第二和第三。

表 3：全国解热镇痛类原料药出口企业排名

解热镇痛类		阿司匹林		安乃近		布洛芬	
排名	企业	排名	企业	排名	企业	排名	企业
1	山东新华制药	1	山东新华制药	1	山东新华制药	1	湖北百科格莱制药
2	罗地亚无锡制药	2	华阴市锦前程药业	2	武汉武药制药	2	山东新华制药
3	河北冀衡(集团)药业	3	江苏开元医药	3	浙江海森药业	3	淄博新华-百利高制药
4	河北百科格莱制药	4	宁波鹿氏化工	4	河北冀衡(集团)药业	4	湖北百科亨迪药业
5	安丘市鲁安药业	5	北京智通润康科技	5	武汉黎发化工	5	杭州路康生物科技

数据来源：中国医药保健品进出口商会，西南证券整理（注：已剔除进出口商贸公司）

2016 年公司的原料药+中间体合计收入为 22.7 亿，其中国外地区销售收入为 14.2 亿，据此估计原料药和中间体的出口占比约为 62%。假设原料药的出口比例均为 62%，则布洛芬、安乃近、咖啡因的全国出口市占率分别为 48%、42%、23%（考虑到经销商销售占有一定比例存在加价行为，估计公司实际出口市占率更高），核心品种市占率在全国均排名靠前。

表 4：公司重点化学原料药产品的市场竞争情况（百万元）

主要产品	16 年公司收入	16 年全国出口金额	出口市占率
布洛芬	374 (+14%)	481 (+11%)	48%
安乃近	298 (+40%)	439 (+22%)	42%
阿司匹林	151 (+17%)		全国第一
咖啡因	326 (+28%)	898 (+9%)	23%

数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理（注：出口市占率为测算值，具体数据请参见公司公告）

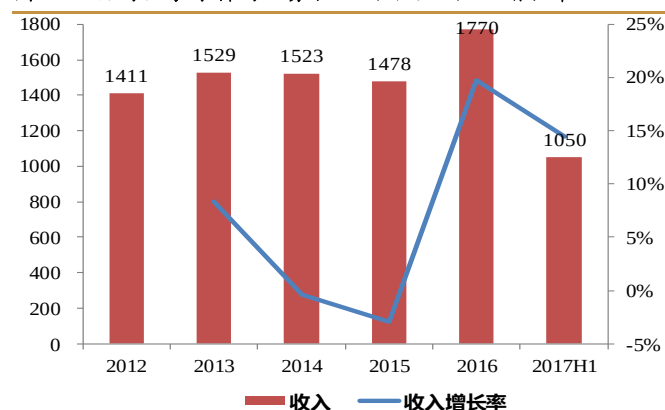
2.2 工艺改进+成本控制推动原料药毛利率持续提升

化学原料药业务收入稳定增长，随着成本控制和原料药提价，毛利率持续提升推动净利润快速增长。2017H1 原料药实现收入 10.5 亿，同比增长 14.46%，毛利率提升超过 7pp 至 31%，占公司的毛利比例提升至 49%。

2013-2015 年化学原料药的收入增速均低于 10%，增速较缓，2016 和 2017H1 的增速分别为 20%和 14%，相比历史增速有明显提升，我们估计主要原因在于厂房搬迁释放产能+销售力度加大+原料药提价。

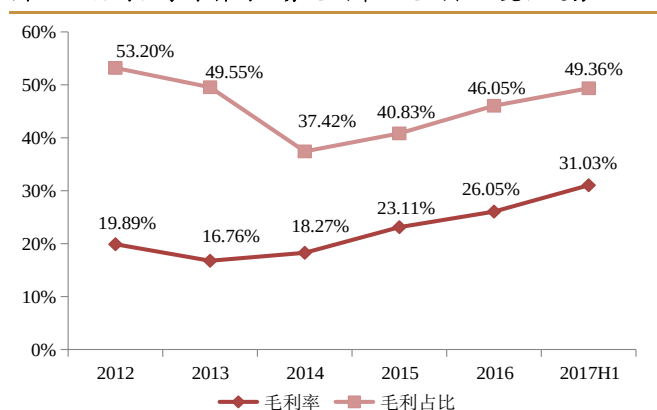
原料药的毛利率从 2013 年的 16.76%提升至 2016 年的 26.05%，主要是公司持续加强内部经营管理，推行原料比价招标、严控生产成本等措施，毛利率显著提升。2017H1 由于原料药产品提价，毛利率大幅提升至 31.03%。

图 10：公司化学原料药业务收入（百万元）及增长率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司化学原料药业务毛利率及毛利占比变化趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年化学原料药行业的平均毛利率为 36.98%，2017H1 的平均毛利率为 37.25%。公司毛利率明显低于行业平均水平，估计与国企机制不灵活、生产工艺不够先进、原料采购成本高等有关。随着公司持续推行招标比价降低成本、加强技术管理改善工艺、降低生产成本，公司的原料药毛利率显著提升，从 2014 年的 18.27%提升至 2017H1 的 31.03%。但与其他原料药上市公司相比仍有一定差距，具有持续提升空间。

表 5：化学原料药上市公司毛利率比较

上市公司	2014	2015	2016	2017H1
广济药业	9.0%	31.8%	51.1%	47.7%
健友股份	21.1%	26.9%	41.5%	43.5%
行业平均值	33.1%	34.4%	37.0%	38.4%
同和药业	38.6%	39.4%	38.2%	38.3%
司太立	31.1%	36.7%	37.5%	37.1%
新华制药	18.3%	23.1%	26.1%	31.0%
山河药辅	31.5%	34.1%	33.0%	30.7%
海普瑞	28.5%	36.5%	31.3%	24.8%

数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 供给侧改革推动原料药持续提价

近年来国家的环保监管力度越来越强，出台了众多环保政策。原料药由于废气废水污染严重，属于国家环保督查的重点监督对象，整个原料药和中间体行业出现明显的去产能趋势，行业集中度持续提升。

表 6：近年来环境保护政策及法规

时间	环保政策及法律法规
2015 年 4 月	国务院印发《水污染防治行动计划》，狠抓工业污染防治。取缔“十小”企业。全面排查装备水平低、环保设施差的小型工业企业。专项整治十大重点行业，包括原料药制造，城市建成区内的原料药制造污染较重企业应有需搬迁或依法关闭，推动生产技术改造。
2015 年 7 月	中央深改组第十四次会议审议通过了《环境保护督察方案(试行)》，明确建立环保督察机制。要求全面落实党委、政府环境保护“党政同责”“一岗双责”的主体责任。
2016 年 7 月	第一批中央环保督察组赴内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏 8 个省份督察，2000 多人被问责。
2016 年 8 月	赛升药业控股子公司赛而生物因部分废水排放超标，违反《北京市水污染防治条例》，被罚款 30 万左右。
2016 年 11 月	石药集团收到《石家庄市大气污染防治调度令》，石家庄对工业企业，特别是制药、水泥、钢铁等重点企业试试严格调控措施，调度令要求所有制药企业停产，未经批准不得恢复生产。
2016 年 11 月	国务院关于印发《“十三五”生态环境保护规划》。
2017 年 4 月	环保部通报京津冀及周边地区大气污染防治强化督查情况，公布个别工业企业污染物仍超标排放，其中包括山东新华制药股份有限公司。
2017 年 8 月	第四批中央环境保护督察全面启动。已组建的 8 个中央环境保护督察组，将对吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆（含兵团）开展督察进驻工作，实现对全国各省（区、市）督察全覆盖。

数据来源：环保部，新华网，西南证券整理

2017 年以来，原料药价格出现明显上涨：一方面上游的化工和能源由于环保核查而涨价，原料药生产企业的生产成本升高；另一方面部分原料药生产企业减产或者停产，供应出现紧缺。成本升高+供应紧缺导致原料药价格持续上涨。

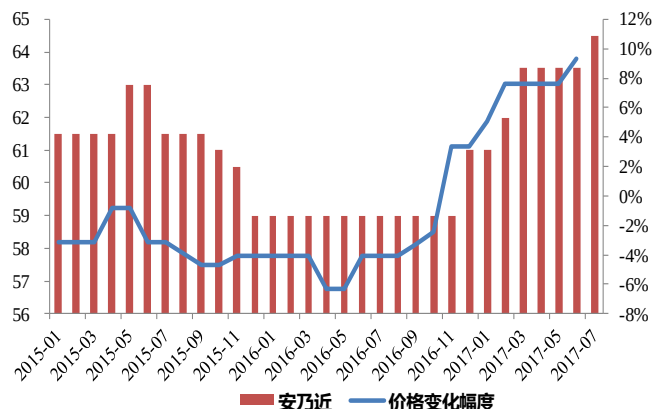
以公司四大原料药品种咖啡因、阿司匹林、安乃近为例。这四大品种的全国出口数量增速在 2017H1 出现明显下降，同时产品价格显著提升。如 2017H1 咖啡因的出口量减少 11% 而价格提升 52%，安乃近的出口量减少 2% 而价格提升 9%。随着国家环保监管持续严格推进，估计原料药价格或将进一步提升。

表 7：主要原料药全国出口价格和数量变化趋势

参数	咖啡因	阿司匹林	安乃近	布洛芬
7 月单月出口平均价格的变化幅度	52%	36%	9%	2%
2017M1-7 平均出口价的变化幅度	30%	26%	7%	6%
2017H1 出口量同比变化幅度	-11%	--	-2%	9%

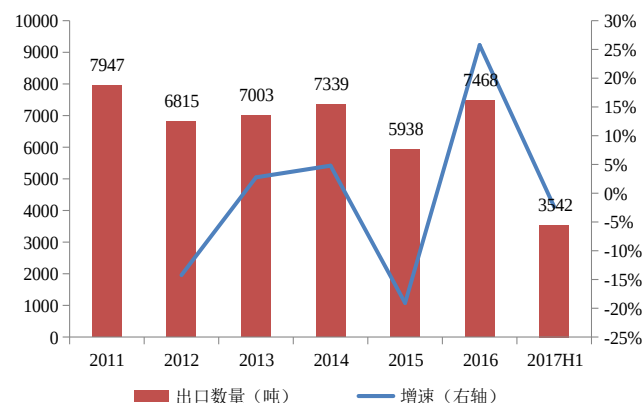
数据来源：Wind，西南证券整理（注：表中数据为全国总出口平均价格，并非新华制药的出口价格，但可以侧面反映原料药提价的情况）

图 12：全国安乃近原料药出口价格（元/千克）变化趋势



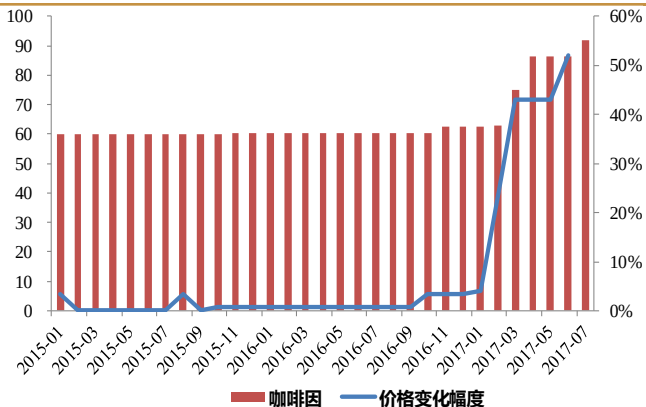
数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：全国安乃近原料药出口数量变化趋势



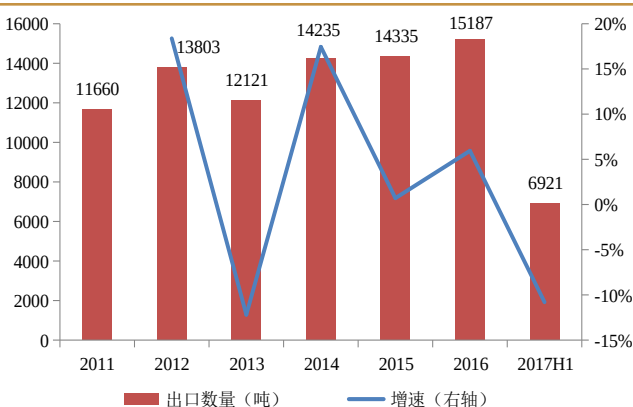
数据来源：海关总署，西南证券整理

图 14：全国咖啡因原料药出口价格（元/千克）变化趋势



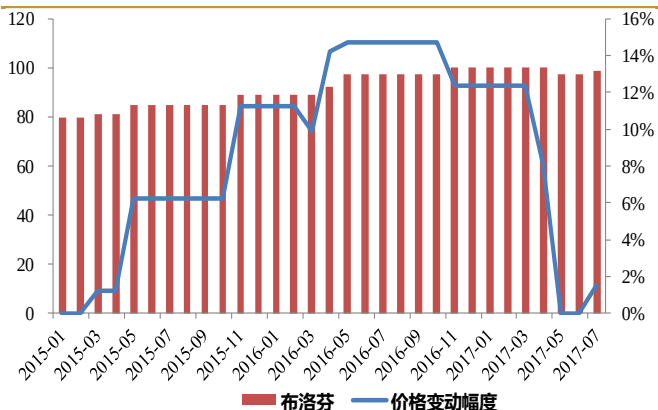
数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：全国咖啡因原料药出口数量变化趋势



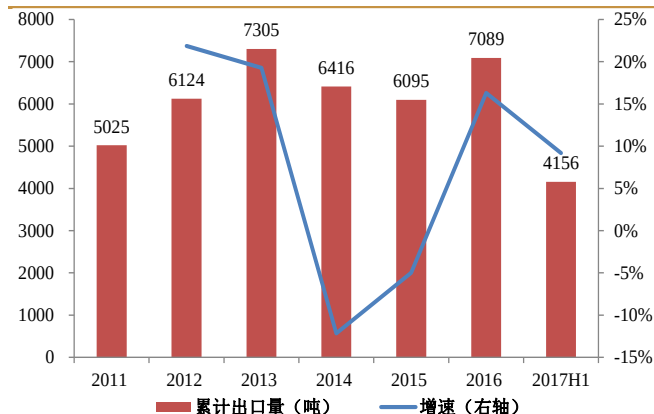
数据来源：海关总署，西南证券整理

图 16：全国布洛芬原料药出口价格（元/千克）变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：全国布洛芬原料药出口数量变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

由于环保监察力度加大，原料药行业产能有所收缩，出口量增速出现下滑甚至是负增长，出口价格有明显提升。新华制药是全球重要的清热解毒类和中枢神经类化学原料药的供应商龙头，能够最大程度地享受原料药出口价格提升带来的红利。

虽然全国原料药总出口的平均价格并不等于新华制药的出口价格，但考虑到这些均属于大宗原料药，不同企业的出口价格应该存在同涨同跌的趋势，且公司还是阿司匹林、布洛芬、安乃近的出口龙头，对全国原料药的出口价格有较大的影响，因此全国原料药的出口价格变化趋势可以在一定程度上反应新华制药的原料药出口价格变化趋势。

由于原料药报价到确认收入有一定的时间窗口，估计一般在 3 个月左右。参照海关出口价格数据，不考虑原料药后期持续涨价，预计 2017-2018 年平均提价幅度将分别达到 15.59% 和 8.62%。

表 8：四大原料药品种全国出口价格变化趋势

报表年份	出口数据年份	阿司匹林	布洛芬	安乃近	咖啡因	平均幅度
2014	2013M10-2014M9	-5.80%	1.65%	0.04%	-0.20%	-1.08%
2015	2014M10-2015M9	-0.65%	2.81%	-2.17%	1.98%	0.50%
2016	2015M10-2016M9	0.84%	12.46%	-4.56%	0.76%	2.38%
2017H1	2016M10-2016M3	9.26%	12.74%	2.24%	6.48%	7.68%
2017E	2016M10-2017M9	22.84%	7.16%	5.34%	27.02%	15.59%
2018E	2017M10-2018M9	11.54%	-0.13%	3.27%	19.80%	8.62%

数据来源：Wind，西南证券（注：表中数据为全国总出口平均价格，并非公司的出口价格，但可以侧面反映公司原料药提价的情况）

如新华制药 4 大品种能够实现满产能生产销售，估计 2017 年原料药的毛利将达到 10.6 亿，其中 4 大品种贡献的毛利达到 8.0 亿。即便按照当前产量测算，估计 2017 年原料药将贡献 7.9 亿毛利，其中 4 大品种贡献 5.3 亿毛利。

表 9：2017 年公司原料药毛利测算

产品	产能-吨	产量-吨	产能利用率	成本-元/千克	销售价-元/千克	峰值毛利-百万元	当前产量毛利-百万元
布洛芬	8000	6400	80%	90	100	80	64
咖啡因	9000	5000	56%	50	92	378	210
阿司匹林	20000	15000	75%	23	31	160	120
安乃近	10000	7500	75%	50	68	180	135
其他原料药						261	261
合计						1059	790

数据来源：公司公告，Wind，西南证券（注：其他原料药的毛利测算按照价格提升 15.59%、销量提升 10%、毛利率 33% 来进行测算）

按照 2017-2019 年原料药平均提价幅度达 15.59%、8.62%、0%，销量平均增速按照 10% 进行保守测算，预计原料药业务的净利润将从 2016 年的 0.9 亿提升至 2017-2019 年的 2.3 亿、3.7 亿、4.2 亿，推动公司业绩快速增长。

表 10：公司原料药业务收入和净利润测算（百万元）

报表年份	原料药收入	原料药收入 YOY	原料药净利润	原料药净利润 YOY
2014	1529		24	
2015	1523	0%	50	108%
2016	1478	-3%	90	80%
2017E	1770	20%	230	156%
2018E	2244	27%	370	61%
2019E	2661	19%	420	14%

数据来源：Wind，西南证券

3 大制剂战略推动产品放量，一致性评价提升市场空间

公司制剂产品大多为普通化学制剂，由于公司产品上市时间较晚、市场竞争激烈、销售激励力度不足，销售规模相对偏小。随着公司大制剂战略逐步见效、一致性评价通过后市场竞争趋缓且集中度提升、新产品随着全国医保目录落地而快速放量，预计公司的制剂产品将迎来快速放量。

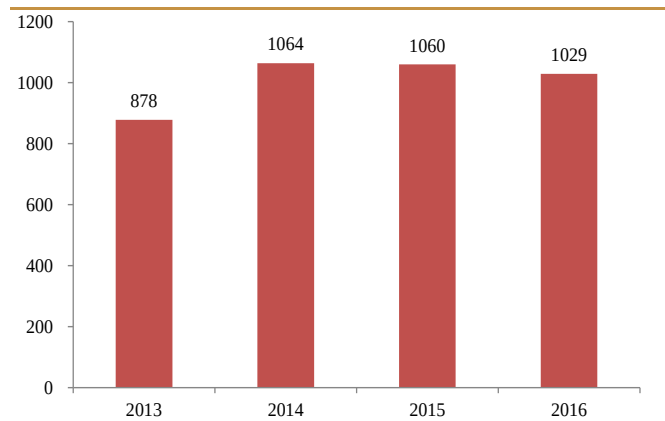
3.1 大制剂战略成效显著，制剂产品快速放量

公司大力推行大制剂战略，聚焦重点品种，按照“一品一策”的思路制定相应的营销策略，从而实现精细化营销，加大重点制剂品种的营销推广力度。在原料端，借助公司自产原料药的规模和质量优势，保障重点制剂的原料药供应；在销售端，根据产品特性，制定专业化的营销策略，开展精细化营销。

从销售人员来看，从 2013 年的 878 人增加到 2014 年的 1064 人，销售人员大幅度增加有助于强化产品推广力度。在销售大力推广的情况下，公司 5 大重点制剂品种的销量远超行业增速，2013-2016 年销量平均增速约为 29%。

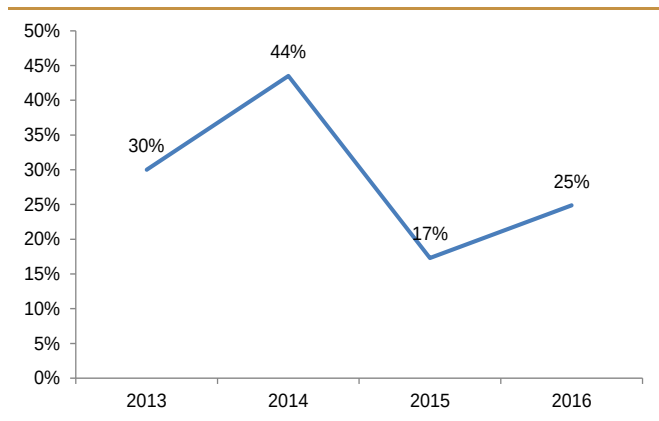
2017H1 制剂收入大幅度增长 24%，与过去几年的历史增速相比都有显著提升，显示大制剂战略成效初步显现。

图 18：公司销售人员变化趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：公司重点制剂品种的销量增速



数据来源：公司公告，西南证券整理（注：2015 年为销售额增速）

介宁作为公司独家品种，过去由于招标不统一导致价格偏低，近年来公司通过调整销售和招标政策，平均中标价显著提升，每片平均中标价从 2013 年的 0.44 元提升至 2016 年的 1.34 元，提价幅度达 205%。

表 11：介宁（阿司匹林肠溶缓释片）平均中标价变化趋势

年份	每片平均中标价（元）	价格变化幅度
2007	0.44	
2008	0.42	-5.08%
2009	0.48	13.86%
2010	0.37	-23.49%
2011	0.44	20.91%

年份	每片平均中标价（元）	价格变化幅度
2012	0.37	-16.30%
2013	0.44	19.53%
2014	1.09	144.31%
2015	0.99	-8.74%
2016	1.34	35.64%

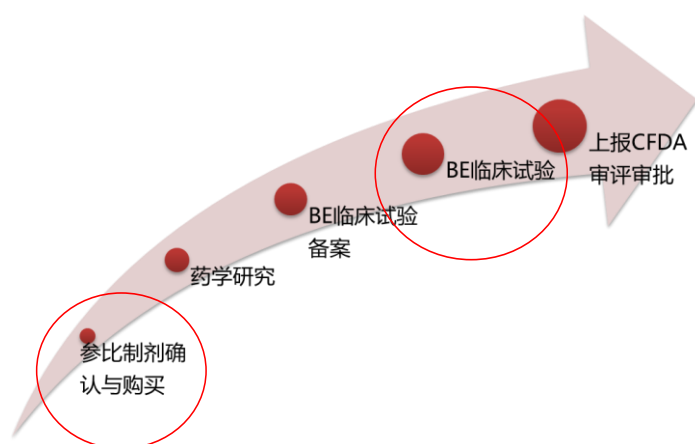
数据来源：药智网，西南证券整理

3.2 一致性评价迎来产品市场集中度大幅度提升

2016年3月5日，国务院办公厅正式印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，要求基药目录中2007年10月前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂（首批289个基药品种，约2万个批文，涉及1800多家企业）在2018年底前完成一致性评价；其他仿制药未来首家品种通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种应在3年内完成一致性评价（非基药化药口服固体制剂品种近4万个批文，2700个品种）。

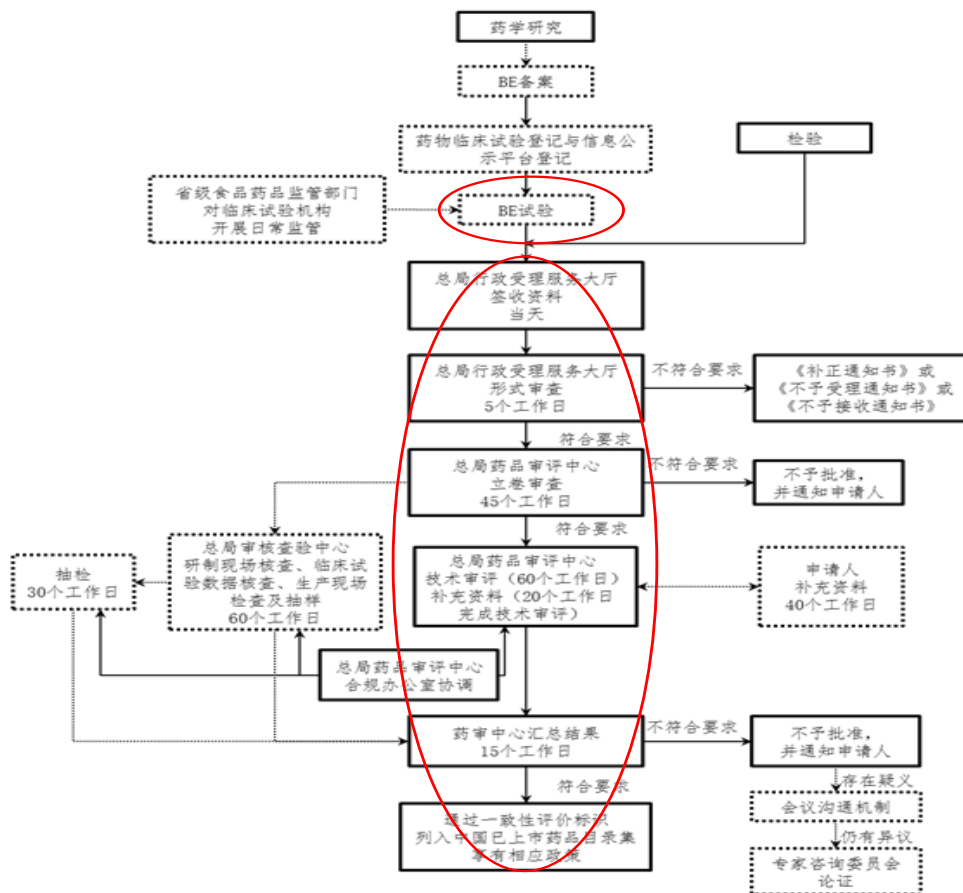
通过一致性评价的化学制剂品种在药品招标、医保支付、医院采购等方面都将得到政策优待。由于一致性评价的时间紧、任务重、投入高，预计许多企业可能会放弃众多小品种，行业迎来洗牌，市场竞争格局将大幅度改善，产品的市场集中度将出现显著提升。

图 20：药品一致性评价工作关键点



数据来源：CFDA，西南证券整理

图 21：药品一致性评价工作流程图



数据来源：CFDA，西南证券整理

一致性评价中最核心的节点为参比制剂和 BE 临床试验。从参比制剂申报（代表企业有意愿针对该品种开展一致性评价）来看，新华制药已申报了 38 个品种（共计 57 种不同规格）的参比制剂备案，在所有医药公司中排名第 7 位，其中吡哌酸片、葡萄糖酸钙片、复方甘草片、复方利血平片共 4 个品种申请备案为参比制剂。卡托普利片进度最快，目前已完成 BE 临床试验备案。

从公司已经申报参比制剂备案的品种来看，绝大多数产品的产品批文偏多，公司产品的市占率基本上不超过 1%。而且绝大多数产品的市场规模也偏小，超过 80% 的产品在 PDB 样本医院的销售收入不超过 1 亿元。估计主要是因为这些普药品种的生产厂家众多，行业竞争激烈导致价格偏低，产品盈利能力差，部分企业放弃生产，部分仍在生产的企业由于潜在竞争对手众多既没有意愿也没有能力释放产能和提升盈利能力，导致终端销售规模较小。

考虑到一致性评价对研发能力、资金投入、医院资源等的要求较高，部分销售规模较小或研发能力偏弱的企业可能会放弃一致性评价，行业集中度有望显著提升。公司持续推进大制剂战略，制剂已成为公司发展的重点，做大做强制剂业务的决心很强。

表 12：公司申请的一致性评价参比制剂品种（百万元）

通用名	批文数	2016PDB 销售额	公司市占率	通用名	批文数	2016PDB 销售额	公司市占率
雷贝拉唑钠肠溶片	7	473.0	1.91%	茶碱缓释片	40	5.1	16.60%
格列美脲片	11	300.0	0.57%	复方甘草片	36	4.8	3.32%
阿司匹林肠溶片	239	237.2	--	头孢呋辛酯分散片	2	4.1	49.79%
阿司匹林片	145	237.2	--	头孢氨苄片	115	3.2	1.06%
克拉霉素片	35	201.9	0.01%	苯巴比妥片	42	1.7	0.00%
头孢克肟胶囊	24	155.4	0.00%	头孢氨苄胶囊	239	1.6	0.00%
头孢克洛缓释片	4	93.8	8.76%	克拉霉素颗粒	17	1.4	4.11%
克拉霉素胶囊	64	93.3	0.46%	复方磺胺甲噁唑片	900	1.0	4.45%
阿奇霉素片	77	91.4	0.01%	替硝唑片	37	1.0	0.04%
头孢克洛胶囊	38	86.7	0.01%	布洛芬片	307	0.9	4.36%
尼莫地平片	50	43.6	0.70%	氨苄西林胶囊	58	0.7	0.00%
阿莫西林胶囊	145	28.4	0.00%	格列吡嗪胶囊	18	0.5	6.94%
盐酸西替利嗪片	27	27.2	0.00%	尼群地平片	177	0.5	0.24%
醋酸泼尼松片	186	16.6	4.52%	氨茶碱片	200	0.5	8.26%
盐酸吡格列酮胶囊	4	16.3	2.43%	复方利血平片	63	0.5	3.08%
头孢拉定胶囊	189	15.2	0.11%	葡萄糖酸钙片	106	0.4	0.00%
盐酸地尔硫卓片	26	11.3	0.00%	吡哌酸片	284	0.2	100.00%
卡托普利片	241	7.7	0.09%	盐酸苯海拉明片	55	0.1	0.00%
盐酸小檗碱片	596	6.3	0.00%	小儿复方磺胺甲噁唑片	157	0.0	-

数据来源：CFDA，PDB，西南证券（注：PDB 数据库中的片剂包括普通片剂、分散片、控释缓释片等）

- 公司研发能力强，属于国家高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业、国家火炬计划生物医药产业基地骨干企业，每年研发投入上亿元，并先后建立博士后科研工作站、院士工作站、泰山学者岗位，在化学合成药物、医药制剂、医药中间体、生物技术产品研发方面形成了核心技术优势，并与中国医学科学院医药生物技术研究所、沈阳药科大学、工程院院士等建立了合作关系。
- 公司收入体量大，年销售规模超过 40 亿，原料药提价持续贡献业绩，单个品种的一致性评价花费金额约 500 万，公司有充沛的资金投入研发。2017H1 研发费用达到 9652 万元，同比增长 141%，接近 2016 全年 1.1 亿的研发总费用。
- 公司在山东属于老资历国企，拥有较强的医院资源，且公司有接近 100 种制剂销售到医院，医药商业业务为山东部分医院提供药品配送。在一致性评价开展所需的医院资源方面，公司保持了良好的联系，有助于保障制剂一致性评价顺利开展。

以阿司匹林片剂为例，2016 年阿司匹林片剂在 PDB 样本医院的销售额为 2.37 亿，同比增长 7%。2016 年 PDB 数据库中有 41 家企业的阿司匹林片剂销售数据，但原研厂商拜耳的市占率高达 97%，40 家仿制药企业的市占率仅 3%，其中样本医院销售最大的厂商也不到 200 万元。仿制药在 PDB 样本医院的市占率低，可能与阿司匹林部分剂型为 OTC 药物在零售渠道销售较多有关，但样本医院的数据仍然凸显出了阿司匹林片剂仿制药的集中度极低。

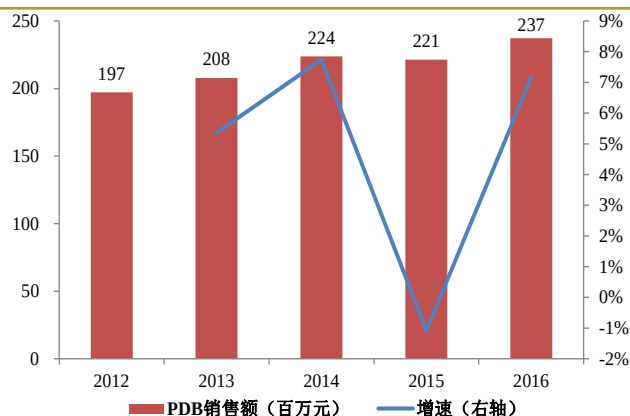
图 22：公司制剂一致性评价优势



数据来源：西南证券整理

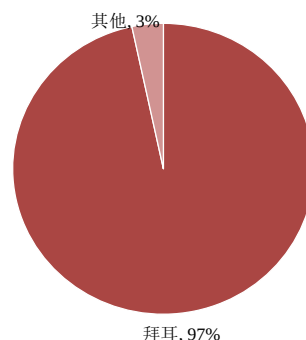
公司拥有 3 种剂型：阿司匹林肠溶片（239 个批文）、阿司匹林片（145 个批文）、阿司匹林肠溶缓释片（1 个批文）。公司在阿司匹林片剂市场的市占率偏低，未来如通过一致性评价，表明产品已经通过了 CFDA 的质量和疗效的一致性评价，与进口原研药在质量和疗效上完全等同，在临床治疗过程中可以互相替代，从而抢占原研药市场，如在样本医院的市占率能达到 5%，样本医院销售额有望达到 1100 万，终端销售额或将突破 1 亿。

图 23：PDB 样本医院的阿司匹林片剂销售额增长趋势



数据来源：PDB，西南证券整理

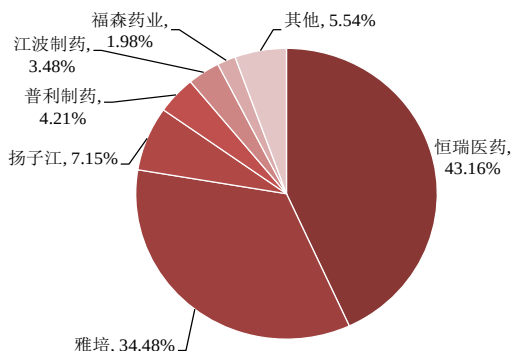
图 24：2016 年 PDB 样本医院的阿司匹林片剂竞争格局



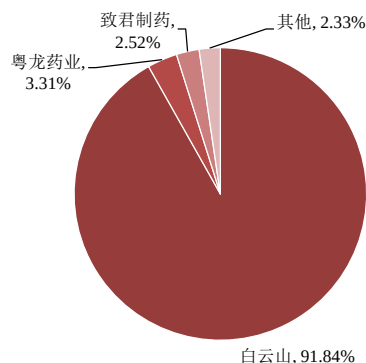
数据来源：PDB，西南证券整理

如克拉霉素片剂（35 个普通片剂批文、20 个分散片批文、6 个缓释片批文，PDB 样本医院有 38 家企业的销售数据，公司申报一致性评价品种为普通片剂）和头孢克肟胶囊（24 个批文，PDB 样本医院有 12 家企业的销售数据）等产品也存在批文众多但市场集中度低的情况。

考虑到一致性评价的前期投入高，单个品种完成一致性评价平均需要花费 500-800 万元，大多数企业都是多个产品在同时销售，如果有 10 个品种则需要 5000 万元以上的投入，预计大部分小企业将会退出市场，估计每个品种最后通过一致性评价的批文数量可能不会超过 20 个，部分竞争格局比较好的品种可能剩下不超过 10 个批文。如新华制药的品种未来通过一致性评价，单个品种的市占率达到平均水平 5%，则市占率有望从 1% 不到提升至 5%，至少存在 4 倍以上的空间，从而推动制剂产品销售收入快速增长。此外，一致性评价品种与原研产品的有效性和安全性相当，市场竞争格局大幅度好转，估值水平也有望提升。一致性评价有望推动制剂板块的收入和估值双双提升。

图 25：2016 年 PDB 样本医院的克拉霉素片剂竞争格局


数据来源：PDB，西南证券整理

图 26：2016 年 PDB 样本医院的头孢克肟胶囊竞争格局


数据来源：PDB，西南证券整理

随着众多一致性评价产品在 2018 年完成，2019-2020 年逐步替代原研药和未通过一致性评价的仿制药，假设 2020 年底新华制药的一致性评价品种平均市占率为 5%。我们对新华制药在 PDB 数据库中有销售数据的一致性评价品种进行测算：

2016 年新华制药（含子公司新达制药和新华高密）共计 73 个品种在 PDB 数据库中有销售数据，样本医院总销售额为 5548 万元，其中 26 个品种（其他 12 个品种估计因为医院销售额较小故缺少 PDB 数据）为申报参比制剂备案的一致性评价品种，样本医院销售额为 2893 万元，占新华制药在样本医院总销售额的 52%。估计 2016 年新华制药的化学制剂销售收入在 10 亿左右，参照 PDB 数据库的产品销售结构，估计一致性评价品种的销售收入在 5.2 亿左右，假设 2017-2020 年期间保持 20% 的复合增速，则 2019-2020 年销售收入将分别达到 9.0 亿和 10.8 亿。

2016 年 26 个一致性评价品种在 PDB 数据库样本医院的总销售额为 15.3 亿，新华制药销售额为 2893 万元，占比仅 1.89%。假设 2017-2019 年这 26 个品种保持 10% 的行业增速，2020 年 PDB 样本医院的销售额将达到 22.4 亿。如一致性评价使得新华制药产品在样本医院的平均市占率提升至 5%，则一致性评价带来的收入增量将达到 $5.2 \times 1.1^4 / 1.89\% \times 5\% - 10.8 = 9.3$ 亿。

近年来随着生产成本控制和规模效应扩大，公司化学制剂品种的净利率持续提升，估计普通制剂的净利率将提升至 2019-2020 年的 5.2% 和 6%。考虑到产品通过一致性评价后，市场竞争格局大幅度改善，通过降价以获取市场份额的趋势将会出现缓解，且费用投入也有望减少，因此预计一致性评价品种的净利率将逐步恢复到 20% 的行业平均水平。我们估计公司的一致性评价品种的净利率有望提升至 2019-2020 年的 10% 和 20%。据此测算一致性评价将给公司 2019-2020 年分别带来 0.9 亿和 3.4 亿的净利润增长。

据此测算，随着一致性评价的开展，2019-2020 年新华制药的制剂业务净利润将分别达到 1.8 亿和 4.7 亿。如不考虑一致性评价增量，2020 年的收入和净利润分别是 2016 年的 2.2 倍和 3.9 倍；如考虑一致性评价增量，2020 年的收入和净利润分别是 2016 年的 3.2 倍和 14.2 倍。

表 13：一致性评价对新华制药制剂业务的收入和利润弹性测算

		2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
总收入	基础收入	972	1167	1396	1810	2172
	含增厚收入	972	1167	1396	2159	3115
其他制剂品种		452	543	647	911	1094
一致性评价品种	基础收入	520	624	749	899	1078
	增厚收入				449	943
基础总利润	基础净利润	33	44	65	94	130
	含增厚净利润	33	44	65	181	469
基础净利率		3.4%	3.8%	4.7%	5.2%	6.0%
其他制剂品种			18	24	35	47
一致性评价品种	基础净利润	15	20	30	47	66
	增厚净利润				87	339

数据来源：PDB，公司公告，西南证券（注：基础收入和基础利润不考虑一致性评价增量）

4 盈利预测与估值

4.1 主营业务盈利预测

根据公司调研和基本面分析，我们对 2017-2019 年公司主营业务的预测如下：

（1）参照海关平均出口价格变化幅度，如不考虑后期持续涨价，预计 2017-2019 年公司的布洛芬提价幅度分别为 7%、0%、0%；安乃近提价幅度分别为 5%、3%、0%；咖啡因的提价幅度分别为 27%、20%、0%；阿司匹林的提价幅度分别为 23%、12%、0%。随着原料药提价，毛利率有所提升，预计 2017-2019 年公司原料药综合毛利率分别为 33%、38%、39%；

（2）预计制剂业务 2017-2019 年销量增速分别为 18%、15%、22%，成本控制和规模效应使得毛利率稳步提升，2017-2019 年毛利率分别为 29%、30%、31%。

表 14：公司业务分拆收入预测（百万元）

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	3589.8	3597.0	4015.0	4952.8	5827.3	6734.9
yoy		0%	12%	23%	18%	16%
毛利率	20%	23%	25%	30%	32%	33%
营业成本	2854.9	2760.4	3013.6	3491.2	3942.6	4506.8
原料药						
收入	1522.8	1477.9	1770.3	2248.3	2675.5	2916.2
Yoy		-3%	20%	27%	19%	9%
毛利率	18%	23%	26%	33%	38%	39%
营业成本	1244.6	1136.3	1309.2	1506.3	1658.8	1778.9

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其中：布洛芬	326	329	374	421	441	463
其中：安乃近	266	213	298	361	418	459
其中：咖啡因	229	255	326	476	628	690
其中：阿司匹林	109	129	151	204	250	275
其中：氨基比林	95	85	91	110	126	132
其中：异丙基安替比林	36	28	26	30	33	33
其中：左旋多巴	207	167	186	236	283	311
制剂（含化学制剂和商业流通）						
收入	1584.5	1658.8	1747.6	2058.4	2376.5	2888.2
Yoy		5%	5%	18%	15%	22%
毛利率	25%	26%	27%	29%	30%	31%
营业成本	1286.8	1299.1	1280.9	1461.4	1663.5	1992.8
其中：化学制剂	881	921	972	1167	1396	1810
其中：商业流通	703	738	775	891	981	1079
中间体及其他						
收入	325.9	460.4	497.1	646.2	775.4	930.5
Yoy		41%	8%	30%	20%	20%
毛利率	14%	14%	15%	19%	20%	21%
营业成本	278.9	395.0	423.5	523.4	620.3	735.1

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2017-2019 年收入复合增速为 19%，归母净利润复合增速为 66%。

4.2 绝对估值

关键假设如下：

- （1）过渡期增长率为 15%，过渡期年数为 5 年；
- （2）永续期增长率为 3%；
- （3）税率：保持 17%稳定税率。

表 15：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.50%
市场组合报酬率 Rm	11.00%
有效税率 Tx	17.00%
过渡期增长率	15.00%
β 系数	0.90

估值假设	数值
债务资本成本 Kd	5.00%
债务资本比重 Wd	22.17%
股权资本成本 Ke	10.25%
WACC	8.90%

数据来源: wind, 西南证券

表 16: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
FCFF	- 227.88
EBIT	403.95
EBIT* (1-所得税税率)	335.97
折旧与摊销	220.95
营运资金的净变动	-384.80
核心企业价值	6191.32
净债务价值	1088.83
股票价值	5102.50
每股价值	11.16

数据来源: wind, 西南证券

表 17: FCFF 估值敏感性分析 (元)

WACC	7.90%	8.40%	8.90%	9.40%	9.90%
2.0%	12.02	10.69	9.55	8.57	7.72
2.5%	13.12	11.58	10.29	9.19	8.24
3.0%	14.44	12.64	11.16	9.91	8.84
3.5%	16.05	13.92	12.18	10.75	9.54
4.0%	18.09	15.49	13.42	11.74	10.35

数据来源: wind, 西南证券

从绝对估值看, 公司每股内在价值约 11.16 元。

4.3 相对估值

考虑到绝对估值方法对设置参数的敏感性高, 对公司内在价值的估计波动太大, 我们选择相对估值法。

从估值来看, 公司 PE 明显低于同行业公司。考虑到原料药提价带来业绩进入高增长通道、制剂一致性评价有望提升估值水平, 估值将恢复至行业平均水平。预计公司 2018 年 4.3 亿净利润, 其中制剂净利润 0.6 亿, 原料药和中间体 3.7 亿, 分别给予 2018 年行业平均估值 31 倍和 25 倍 PE, 对应目标价为 23.25 元。维持“买入”评级。

表 18：可比公司盈利预测相对估值

板块	可比公司	市盈率		
		17TTM	17E	18E
化学原料药	行业均值	65	32	25
	九洲药业	53	48	35
	浙江医药	29	35	26
	千红制药	35	31	26
	亿帆医药	30	25	22
	金达威	30	26	22
化学制剂	行业均值	75	38	31
	普利制药	75	63	44
	广生堂	102	63	42
	北陆药业	150	37	31
	科伦药业	56	36	29
	恩华药业	40	36	28

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

（1）原料药增速或低于预期的风险

国家环保监管政策严格，部分原料药企业由于环保压力停产而导致原料药价格上涨，虽然公司环保措施得力但也存在因环保压力而减产导致产量和销量低于预期的风险，且原料药价格也存在波动的风险。

（2）制剂销售或低于预期的风险

公司推行大制剂战略，但产品销量会受到整体医药市场影响，价格存在招标降价的可能，或导致制剂销售低于预期的风险。

（3）一致性评价或低于预期的风险

一致性评价需要技术、资金、医院资源的投入，存在一致性评价或低于预期的风险；存在因小企业退出对市占率提高的推动作用或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4014.96	4952.84	5827.34	6734.93	净利润	133.05	295.44	466.87	605.93
营业成本	3013.58	3491.20	3942.64	4506.85	折旧与摊销	255.85	220.95	234.75	248.77
营业税金及附加	50.36	62.12	73.09	84.47	财务费用	51.84	68.73	46.53	30.74
销售费用	404.32	544.81	699.28	808.19	资产减值损失	19.68	15.00	15.00	15.00
管理费用	335.87	445.76	524.46	606.14	经营营运资本变动	195.41	-384.80	-124.73	-181.30
财务费用	51.84	68.73	46.53	30.74	其他	-216.47	-31.76	-25.00	-25.00
资产减值损失	19.68	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	439.35	183.57	613.42	694.13
投资收益	7.85	10.00	10.00	10.00	资本支出	-161.01	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-82.28	1.08	12.09	10.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-243.29	-398.92	-387.91	-389.56
营业利润	147.17	335.22	536.33	693.53	短期借款	380.00	80.80	-61.63	-135.83
其他非经营损益	12.80	20.00	25.00	35.00	长期借款	-278.20	400.00	0.00	0.00
利润总额	159.97	355.22	561.33	728.53	股权融资	0.00	234.98	0.00	0.00
所得税	26.92	59.78	94.47	122.61	支付股利	-9.15	-13.46	-29.90	-47.24
净利润	133.05	295.44	466.87	605.93	其他	-167.68	-553.01	-46.53	-30.74
少数股东损益	10.78	23.93	37.81	49.08	筹资活动现金流净额	-75.02	149.31	-138.06	-213.82
归属母公司股东净利润	122.27	271.51	429.05	556.85	现金流量净额	126.45	-66.05	87.45	90.76
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	561.33	495.28	582.73	673.49	成长能力				
应收和预付款项	526.14	859.68	1043.96	1246.21	销售收入增长率	11.62%	23.36%	17.66%	15.57%
存货	559.49	683.24	812.95	976.51	营业利润增长率	59.85%	127.78%	60.00%	29.31%
其他流动资产	63.63	41.49	53.31	65.28	净利润增长率	41.53%	122.06%	58.02%	29.79%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.31%	37.39%	30.84%	19.01%
投资性房地产	75.64	75.72	76.23	75.96	获利能力				
固定资产和在建工程	2395.42	2512.47	2615.74	2704.98	毛利率	24.94%	29.51%	32.34%	33.08%
无形资产和开发支出	283.27	345.26	407.25	469.24	三费率	19.73%	21.39%	21.80%	21.46%
其他非流动资产	257.87	266.71	264.12	263.94	净利率	3.31%	5.97%	8.01%	9.00%
资产总计	4722.79	5279.86	5856.29	6475.61	ROE	6.40%	12.03%	16.13%	17.55%
短期借款	910.00	990.80	929.17	793.33	ROA	2.82%	5.60%	7.97%	9.36%
应付和预收款项	838.36	855.94	1027.97	1191.83	ROIC	5.53%	10.26%	12.78%	14.36%
长期借款	100.00	500.00	500.00	500.00	EBITDA/销售收入	11.33%	12.62%	14.03%	14.45%
其他负债	795.12	476.28	505.35	537.96	营运能力				
负债合计	2643.48	2823.02	2962.48	3023.12	总资产周转率	0.87	0.99	1.05	1.09
股本	457.31	478.38	478.38	478.38	固定资产周转率	1.92	2.28	2.56	2.85
资本公积	513.09	727.00	727.00	727.00	应收账款周转率	12.21	12.55	11.66	10.98
留存收益	878.59	1136.64	1535.80	2045.41	存货周转率	5.29	5.46	5.17	4.95
归属母公司股东权益	1988.42	2342.03	2741.18	3250.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.53%	—	—	—
少数股东权益	90.89	114.82	152.63	201.70	资本结构				
股东权益合计	2079.31	2456.84	2893.81	3452.49	资产负债率	55.97%	53.47%	50.59%	46.68%
负债和股东权益合计	4722.79	5279.86	5856.29	6475.61	带息债务/总负债	38.21%	52.81%	48.24%	42.78%
					流动比率	0.75	1.01	1.14	1.32
					速动比率	0.51	0.68	0.77	0.88
					股利支付率	7.48%	4.96%	6.97%	8.48%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	454.85	624.90	817.62	973.04	每股收益	0.26	0.57	0.90	1.16
PE	61.82	27.84	17.62	13.57	每股净资产	4.35	5.14	6.05	7.22
PB	3.64	3.08	2.61	2.19	每股经营现金	0.92	0.38	1.28	1.45
PS	1.88	1.53	1.30	1.12	每股股利	0.02	0.03	0.06	0.10
EV/EBITDA	16.56	12.90	9.68	7.90					
股息率	0.12%	0.18%	0.40%	0.63%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn