

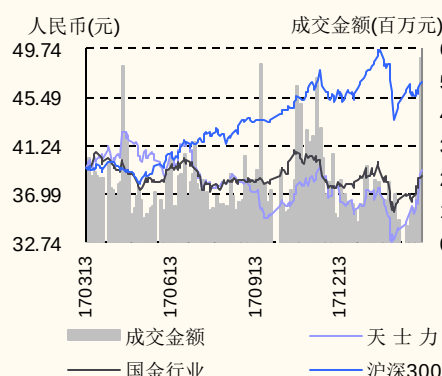
天士力 (600535.SH) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 39.11 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,032.84
总市值(百万元)	42,257.41
年内股价最高最低(元)	42.48/32.74
沪深 300 指数	4127.67
上证指数	3326.70



销售实力、匠心精神与资本力量共襄盛举

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.363	1.089	1.233	1.433	1.696
每股净资产(元)	6.91	7.37	8.15	9.09	10.19
每股经营性现金流(元)	0.29	1.03	-2.65	0.73	1.57
市盈率(倍)	30.02	38.11	31.71	27.29	23.06
行业优化市盈率(倍)	29.58	29.58	29.58	29.58	29.58
净利润增长率(%)	8.49%	-20.12%	13.27%	16.22%	18.35%
净资产收益率(%)	19.72%	14.77%	15.12%	15.77%	16.64%
总股本(百万股)	1,080.48	1,080.48	1,080.48	1,080.48	1,080.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **全覆盖、多元化的销售网络有望加速产品市场转化:** 天士力既具备慢病药物推广所需的市场广度, 也具备特药营销所需的学术深度, 随着未来产品不断丰富, 天士力销售有望从“1.5”跨入“2.5”时代。
- **匠心实业精神与资本力量合力有望将公司引入新纪元:** 公司一直秉承匠心精神, 精益求精, 完善制剂工艺, 提升产品疗效; 同时坚持研发投入, 掌握从无到有的产品开发经验, 对未来新产品的临床转化至关重要。借助资本力量, 形成“四位一体”的研发模式, 通过引进市场权益和投资企业储备临床早期品种, 为中远期增长储备动力。

投资建议

- 2016 年公司基于两票制的考虑主动清理社会库存, 2017 年在中药注射剂板块面临外部压力的情况下主业企稳, 我们认为借助普佑克进入国家医保和注射用丹参多酚酸新进入吉林、河南等省医保的契机, 核心的心脑血管板块有望重回 15% 增长, 其他版块延续 17 年 20% 以上增速的趋势, 公司主业经营拐点显现。
- 与此同时公司近年“四位一体”的研发布局已成体系, 核心在研资产上市进度有望加速, 为中长期增长蓄力。

盈利预测

- 预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 1,333/1,549/1,833 百万人民币, 对应增速 13.27%/16.22%/18.35%。目前股价对应 18 年 27.3x P/E, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 复方丹参滴丸 FDA 临床低预期; 中药注射液外部环境进一步恶化; 普佑克销量和新适应症申报进度低预期; 参股企业经营情况恶化; 临床早期品种临床失败风险等。

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

全覆盖、多元化的销售网络有望加速产品市场转化	3
天士力销售力即将从“1.5”跨入“2.5”时代.....	3
普佑克有望证明公司在特药领域的市场转化能力.....	4
基于慢病领域渠道的天然优势布局代谢领域，助力中长期成长.....	6
匠心实业精神与资本力量合力有望将公司带入发展的新纪元	7
秉承匠心精神，完善制剂工艺，提升产品疗效.....	7
坚持研发投入，掌握从无到有的产品开发经验	8
借助资本力量，通过引进市场权益和投资企业储备临床早期品种	8
盈利预测和投资建议.....	9
风险提示	9

图表目录

图表 1：历年销售人员数量与人均产出.....	3
图表 2：公司产品上市时间、医保及价格信息.....	3
图表 3：天士力销售实力示意图：多层次终端覆盖、多维度销售模式.....	4
图表 4：中国不同水平医院中 AMI 患者的治疗差异（2015）	5
图表 5：溶栓药物疗效及价格对比.....	5
图表 6：公司产品上市时间、医保及价格信息.....	6
图表 7：国金医药“5D3S”药品评估模型：复方丹参滴丸.....	6
图表 8：“慢病健康到家” app.....	7
图表 9：现代化研发生产全面管理.....	8
图表 10：严格的质控标准.....	8
图表 11：公司研发支出与研发人员数量.....	8
图表 12：天士力在研产品线（截止 20180313）	9

全覆盖、多元化的销售网络有望加速产品市场转化

天士力销售力即将从“1.5”跨入“2.5”时代

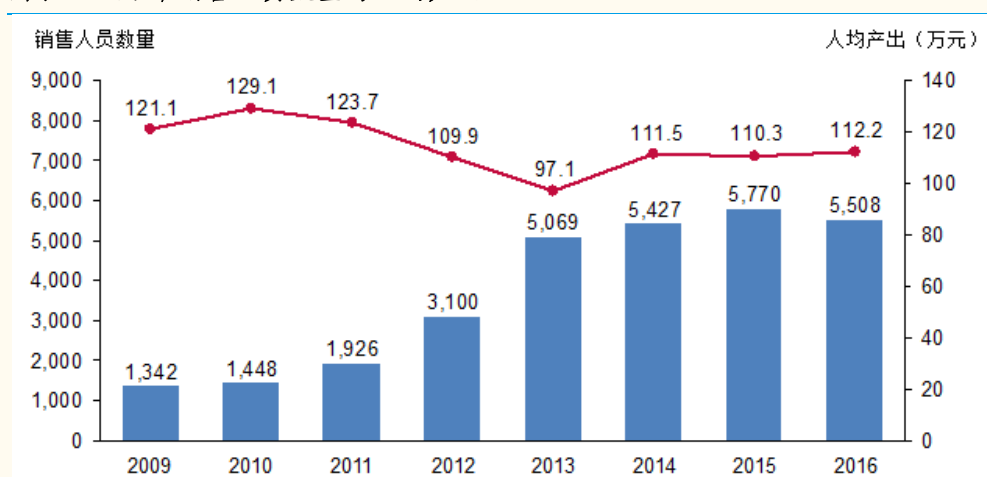
■ 医药传统的销售模式分为三个阶段：

- 1.0 时代：销售人员医院终端负责制，不断通过人员扩充扩大终端覆盖范围
- 2.0 时代：分产品线建立专职的销售队伍和市场部门，进行学术推广
- 3.0 时代：以产品临床疗效和药物经济性为销售驱动力，精确定位患者的用药需求

■ 天士力销售团队发展历程：

- 凭借着复方丹参滴丸完成 1.0 时代最初销售架构的搭建
- 随着 2009 版医保目录的执行，二线品种差异化的推广需求和复方丹参滴丸基层渠道的下沉，销售人员大幅增加，地市级医院层面开始分线
- 天士力帝益 2013 年并入上市公司，特药产品线初露锋芒，普佑克 2017 年成功通过国家谈判进入医保目录，有望复制特药专线的成长路径

图表 1：历年销售人员数量与人均产出



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 2：公司产品上市时间、医保及价格信息

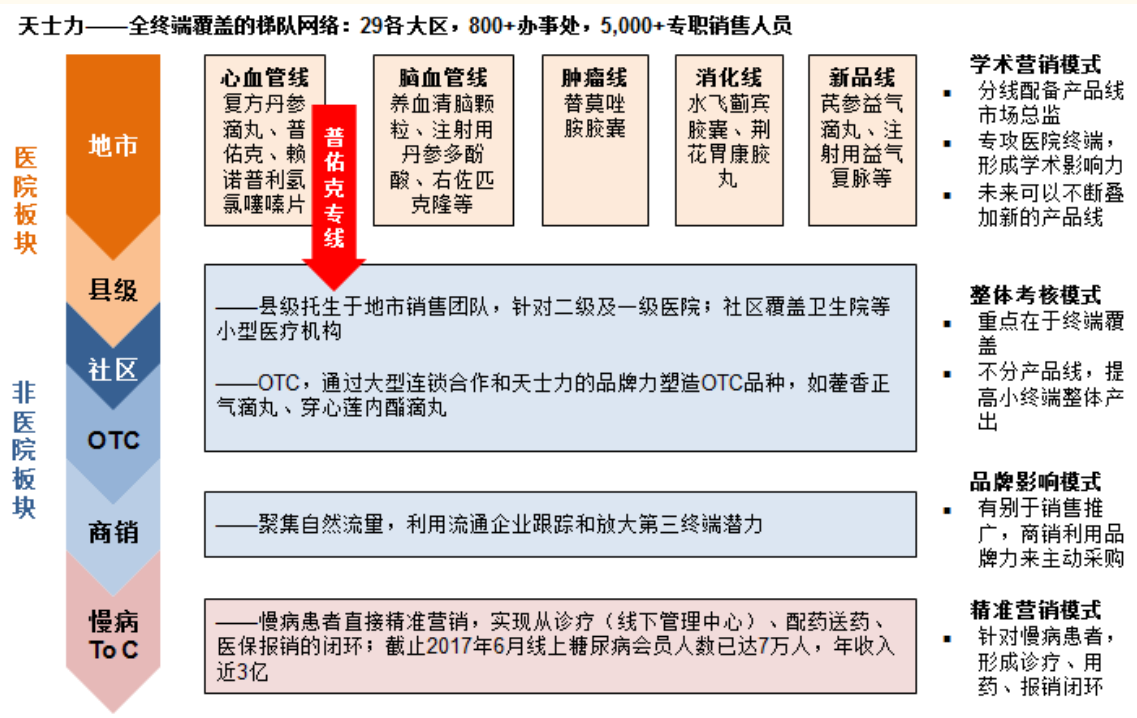
疾病领域	产品名称	上市时间	医保情况	日用药金额	中标价	中标价来源
心脑血管	复方丹参滴丸	1995	2009甲	5.00	29.99	江苏 20180205
	养血清脑颗粒	1996	2009乙	6.27	31.35	江苏 20180205
	养血清脑丸	2006	2009乙	7.00	34.98	江苏 20180205
	芪参益气滴丸	2003	2009乙	6.66	33.29	江苏 20180205
	注射用丹参多酚酸	2011	7省增补		256.92	江苏 20180205
	注射用重组人尿激酶原	2011	2017谈判		1175.02	上海 20171222
	注射用益气复脉	2006	6省增补		316.00	江苏 20180205
	醒脑静注射液	2002	2009乙		29.28	江苏 20180205
抗肿瘤	替莫唑胺	2004	2009乙		2013.67	江苏 20180205
	氟他胺片/胶囊	1999	2009乙	11.68	194.68	江苏 20180205
肝病治疗	水飞蓟宾	2004	2009乙	12.08	40.26	江苏 20180205
感冒发烧	藿香正气滴丸	2000		5.66	16.98	内蒙古 20161019
	穿心莲内酯滴丸	2004	2009乙	4.64	23.18	广东 20171215
其他	荆花胃康胶丸	1997	2009乙	8.62	17.24	江苏 20180205
	右佐匹克隆片	2007	2009乙	5.12	30.71	重庆 20171020

来源：药智网，国金证券研究所

■ 天士力销售架构富有延展性，具备蜕变的潜力：

- 目前的销售模式，地市级医院层面产品的推广需要因科室制宜，不同产品线需要单独的学术定位和医生教育，采取学术营销模式，属于 2.0 时代；县级及以下仍然以终端覆盖为导向，对销售整体考核，是为整体考核模式，属于 1.0 时代
- 随着适应症定位或者临床需求更精确的产品上市，普佑克从原有的产品线中裂变成特药专线，成为垂直管理的办事处，从药物经济学角度进行产品的推广，属于 3.0 时代
- 同时公司积极的塑造品牌和直接面向患者（消费者），有望形成新的销售张力

图表 3：天士力销售实力示意图：多层次终端覆盖、多维度销售模式

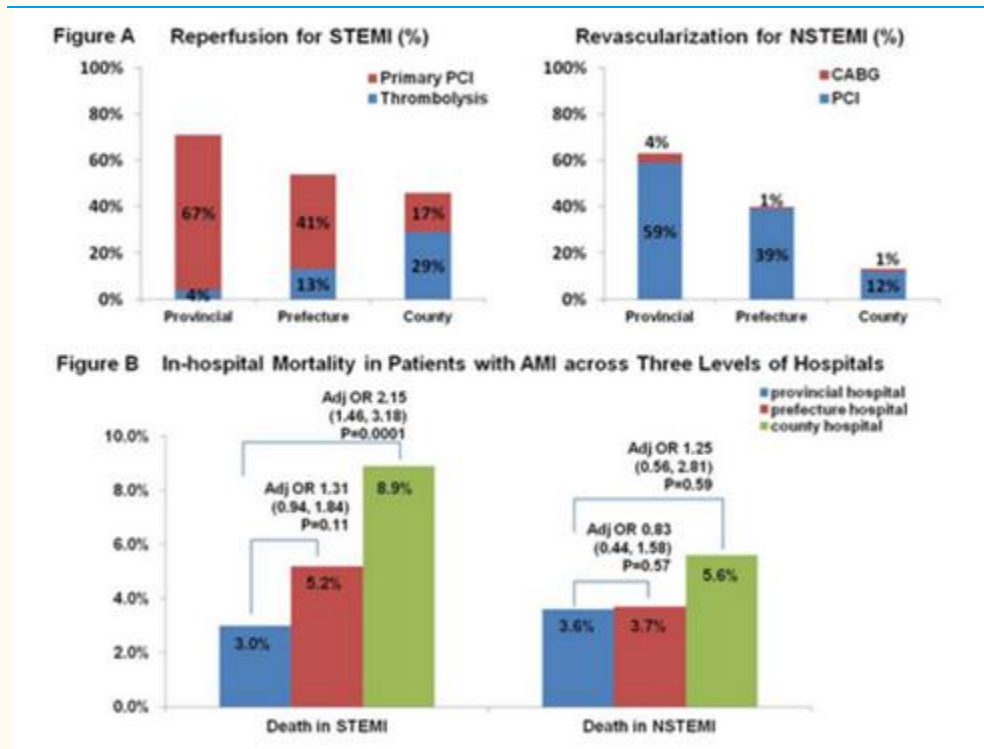


来源：公司年报，国金证券研究所

普佑克有望证明公司在特药领域的市场转化能力

- STEMI 再灌注率停滞不前，溶栓治疗率有提升空间，尤其在县级医院。
 - 急性心肌梗死 AMI 发病率区域各有不同，天津 44.6/10 万，上海男性、女性 51.4、31.2/10 万，北京 73.3/10 万；我们综合推算，年龄标准化的发病率在 50/10 万。
 - STEMI 占比近年逐步降低，以北京为例，占比从 2007 年的 81.6% 下降到 2012 年的 43.5%，原因在于一方面诊断率的提高，另一方面病程发现较早；我们暂时取“中国急性心梗注册研究(CAMI Registry)”披露的 2014 年 73.5% 作为核心假设。
 - 再灌注率方面，CHINA PEACE 研究表明直接 2011 年 PCI 占比 27.4%，溶栓治疗 27.4%，与国外 90% 以上的再灌注率还有差距。此外 CAMI2015 年的数据也表明，目前省、县、区三层医院在 AMI 的治疗水平也存在明显差异（图表 4），县、区再灌注率提升主要依赖直接 PCI，而及时溶栓后再行 PCI 对远期愈后有增益（CAPTIM Trial, 2009）。

图表 4：中国不同水平医院中 AMI 患者的治疗差异 (2015)



来源：CAPTIM Trial, 国金证券研究所

- 中国缺血性脑卒中新发患者约 37 万人，溶栓治疗率较低。
- 根据中国国家卒中登记 (CNSR)，目前中国发病率 246.8/10 万，农村 (298.2/10 万) 高于城市 (203.6/10 万)；其中缺血性脑卒中占比 69.6%。
- 2014CNSR 数据披露，针对 11,675 名的患者样本中，近 21.5% 的患者发病 3 小时内到达急诊室，其中仅 60% 患者适合溶栓；最终仅 284 名患者进行了溶栓治疗，阿替普酶 (rt-PA) 占比 64%。
- 肺动脉栓塞住院患者发生率仅 0.1%，对应患者约 5 万人。
- 尿激酶原，相比市场份额最大的阿替普酶，疗效占优，患者支付能力也因为国家谈判而得以解决。
- 尿激酶原属于第三代溶栓药物，纤维蛋白特异性强 (安全)、半衰期长 (顺应性好)、TIM3 血流比率高 (疗效好)。
- 尿激酶原目前仅有 STEMI 适应症，目前急性肺栓塞 (CTR20160936)、急性缺血性脑卒中 (CTR20160953) 处于 II 期临床阶段。

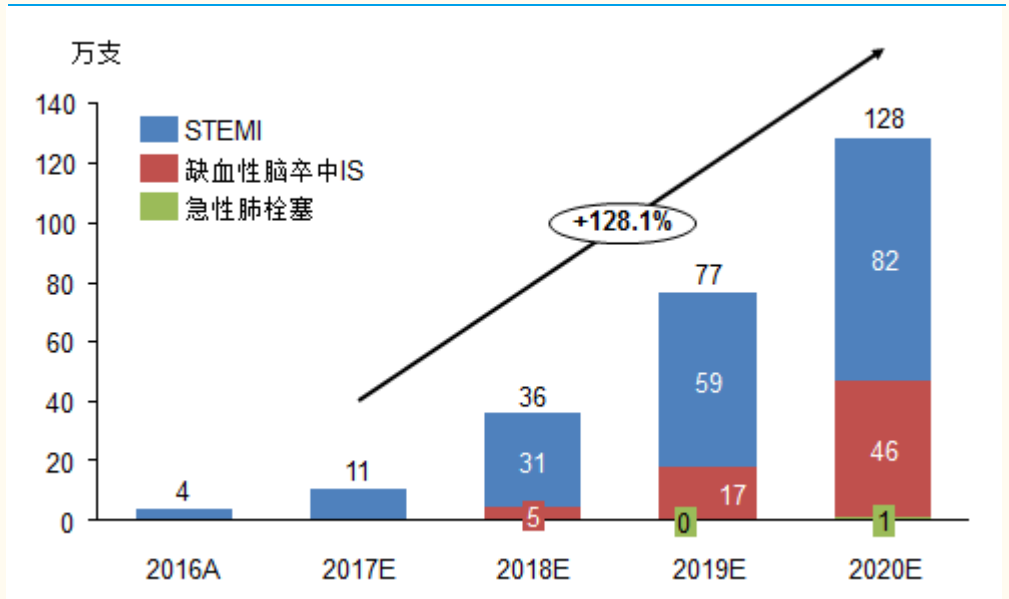
图表 5：溶栓药物疗效及价格对比

名称	上市时间	生产企业	单次治疗费用	医保	90min 血管开通率 (%)	TIM3 级血流 (%)
尿激酶		南京南大药业等 39 家	263	2009 国甲	53.0	28.0
链激酶		青岛国大生物、上海凯茂生物	1,028	2009 国甲	50.0	32.0
阿替普酶	1993	Boehringer Ingelheim	11,815	2009 国乙	79.3	54.0
瑞替普酶	2003、2007	北京爱德药业、山东阿华生物	4,277	4 省乙	83.0	60.0
尿激酶原	2011	上海天士力药业	10,200	2017 国乙	78.5	59.1
替奈普酶	2015	广州铭康生物	13,900		75.0	63.0

来源：药智网，国金证券研究所

- 公司目前已经从心血管线中成立尿激酶原专线，我们认为有望 STEMI 适应症有望在基层放量，脑卒中适应症在 2019 年有望接力。
- 我们预测 2020 年 STEMI 渗透率达到 18%、缺血性脑卒中适应症渗透率达到 12%，则销售有望达到 128 万支 (图表 6)。

图表 6：公司产品上市时间、医保及价格信息

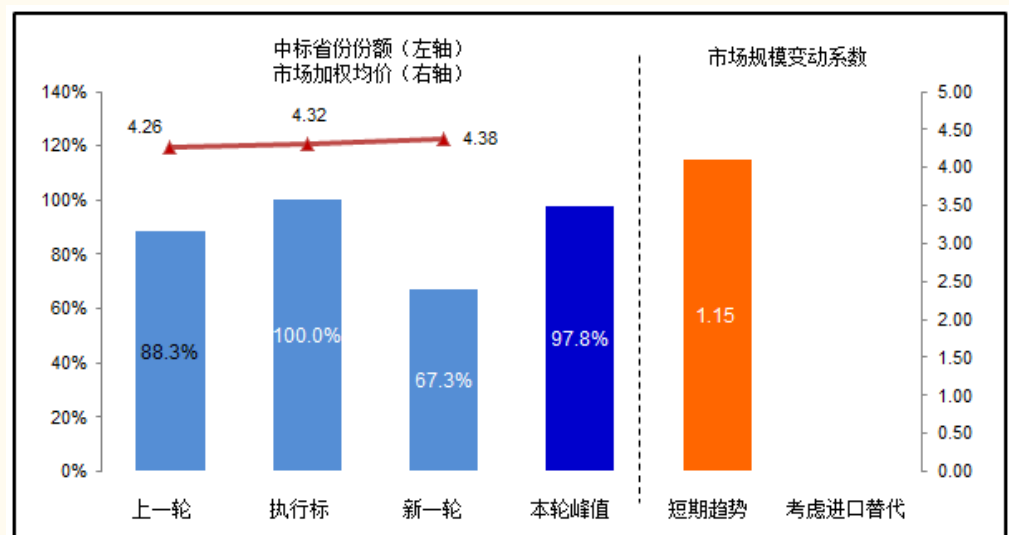


来源：公司年报，国金证券研究所

基于慢病领域渠道的天然优势布局代谢领域，助力中长期成长

- 复方丹参滴丸拥有庞大的患者群体，一方面不断通过通过学术临床巩固应用基础，建立了从最初的冠心病、心绞痛，到糖尿病血管病变，再到心肌梗死后的二级预防；另一方面通过销售网络的搭建，使得复方丹参滴丸成为年销量近 40 亿（含税）的单品，并且价格体系维护得很好。
- 公司按照发改委《关于改进低价药品价格管理有关问题的通知》的有关规定，逐步进行各省的价格调整，目前江苏、海南已经实现日服用金额 5 元，其他省份预计将逐步跟进。

图表 7：国金医药“5D3S”药品评估模型：复方丹参滴丸



来源：药智网，国金证券研究所

- 公司正逐步利用渠道优势和资本力量布局代谢领域。
- 公司开展慢病管理深度服务，建设糖尿病管理中心，实现线上血糖监测与管理、处方配送和慢病管理的有机结合，配合精准、实时的血糖管理器械和自有药品，形成基于医保的第三方精准健康管理平台。2016 年已实现收入 2.54 亿，2017 年上半年 1.3 亿，同比增长 45%。

图表 8：“慢病健康到家”app



来源：公司官网，国金证券研究所

- 2017 年 7 月子公司天士力（香港）药业 2000 万美金领投派格生物，并获得 PB-119（长效 GLP-1）的市场优先权；2017 年 12 月子公司上海天士力 5000 万美金投资常州健亚生物，实现三代胰岛素的布局，与公司糖尿病慢病闭环平台形成战略协同。

匠心实业精神与资本力量合力有望将公司带入发展的新纪元

秉承匠心精神，完善制剂工艺，提升产品疗效

- 以复方丹参滴丸为例，公司不仅在药材丹参、三七上实现 GAP 种植，而且不断提升生产工艺，提高生物利用度，提升疗效。
- 有效成分纯度高，复方丹参滴丸所含有效成分通过精制提取。
- 崩解时间仅为 5 分钟左右，分散均匀、溶出速度快；可直接经粘膜快速吸收入血，无肝脏首过效应，大大提高生物利用度，无胃粘膜刺激。

图表 9：现代化研发生产全面管理



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 10：严格的质控标准

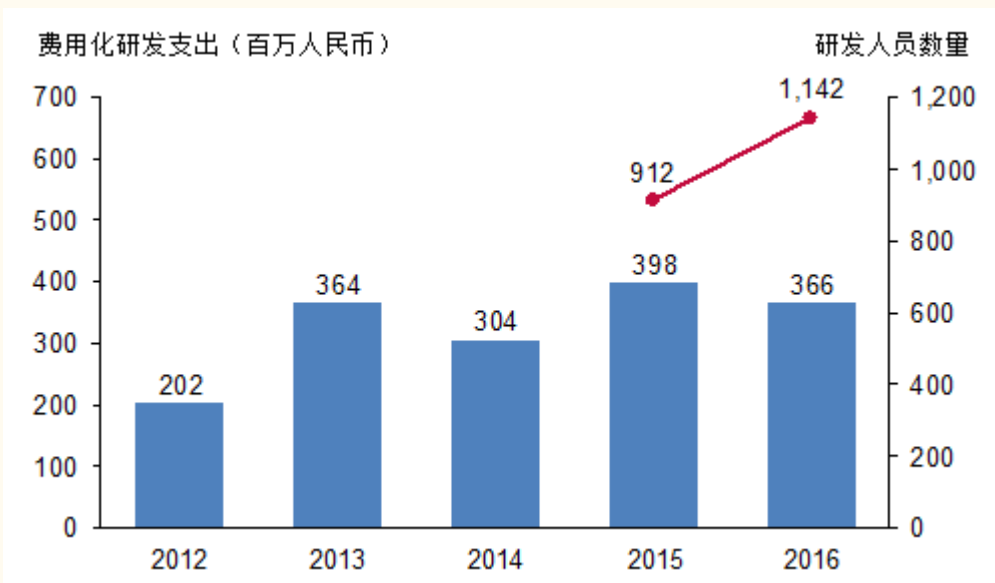
	药典标准	企业内控标准
丹参素	>0.10毫克/丸	0.11~0.25毫克，实际>0.16毫克/丸
三七皂苷	无定量标准	0.01毫克/丸
溶散时限	60分钟	10分钟之内，实际5~6分钟
重量差异	±15%	±10%，实际±7%
卫生指标：细菌数与霉菌数	细菌数≤1000个/g，霉菌及酵母菌数≤100个/g	实际≤10个/g，从未检出致病菌

来源：药典，国金证券研究所

坚持研发投入，掌握从无到有的产品开发经验

- 普佑克系治疗用生物制品 1 类，完全有公司从无到有研发，用时超过 10 年，公司完整掌握了“临床前开发——生产工艺——临床试验”的经验，我们认为公司具备将产品从临床前阶段推进到临床以及商业化的能力。

图表 11：公司研发支出与研发人员数量



来源：公司年报，国金证券研究所

借助资本力量，通过引进市场权益和投资企业储备临床早期品种

- 鉴于植物药和化学药的创新越来越难，公司集中精力布局生物药板块，并形成了“四位一体”的研发模式，即自主研发、合作研发、产品引进和投资企业。
 - 心血管板块：普佑克新增脑卒中适应症有望带动板块近年提速，PCSK-9 单抗和 AMPK 激动剂布局中远期。
 - 肿瘤板块：目前管线较为薄弱，后续有望补足
 - 代谢板块：公司布局的重中之重，为中期提速创造了有利条件
 - 其他板块：着力布局全球性药物，真正解决迫切的临床需求

图表 12：天士力在研产品线（截止20180313）

疾病领域	品种	注册分类	疾病领域	最新状态	品种来源	备注
心脑血管	普佑克	治疗用生物制品-1	急性缺血性脑卒中	II期	自主研发	CTR20160953
	全人源PCSK-9单抗	治疗用生物制品-1	急性肺栓塞	II期	自主研发	CTR20160936
	AMPK激动剂	化药-1	降血脂	临床前	合作研发	博威生物
肿瘤	注射用替莫唑胺	化药-3.3	脑胶质瘤	BE进行中	自主研发	CTR20171414
	吉非替尼片	化药-4	NSCLC	BE进行中	自主研发	CTR20170289
	重组全人源抗EGFR单抗注射液	治疗用生物制品-1	晚期实体瘤	I期	投资获得	赛远生物，上海天士力持股60%，CTR20170343
	乳剂稀释用紫杉醇注射液	化药-2.2	肿瘤化疗	IND	自主研发	
代谢	全人源CD47单抗	治疗用生物制品-1	肿瘤免疫治疗	临床前	投资获得	赛远生物，上海天士力持股60%
	复方丹参滴丸	中药-补充申请新适应症	糖尿病视网膜病变（气滞血瘀证）	III期	自主研发	CTR20131517
	TJ101注射液（长效生长激素）	治疗用生物制品-1	生长激素部分性缺乏矮小症	即将III期	投资获得	天境生物，上海天士力持股约20%
	聚乙二醇化艾塞那肽注射液	化药-1.1	2型糖尿病	II期	投资获得	派格生物，销售优先权
	甘精、赖脯胰岛素注射液	治疗用生物制品-15	糖尿病	临床前	投资获得	健亚生物，销售优先权
	TSLB1344（FGF21）	治疗用生物制品-1	2型糖尿病	临床前	自主研发	
	注射用脂糖素	治疗用生物制品-1	糖尿病和非酒精性脂肪肝	临床前	合作研发	东北农业大学2013年
其他	TJ301注射液（IL-6, Olamkcept）	治疗用生物制品-1	炎症性肠炎	II期	投资获得	天境生物，上海天士力持股约20%
	治疗用乙型肝炎病毒注射液	治疗用生物制品-1	乙肝	I期	产品引进	天士力持有创世杰50%股份，CTR20171453
	PXT3003	化药-2.3	排骨肌萎缩症	IND	产品引进	天士力持有与Pharmext合资公司70%股权

来源：药智网，国金证券研究所

盈利预测和投资建议

- 2016 年公司基于两票制的考虑主动清理社会库存，2017 年在中药注射剂板块面临外部压力的情况下主业企稳，我们认为借助普佑克进入国家医保和注射用丹参多酚酸新进入吉林、河南等省医保的契机，核心的心脑血管板块有望重回 15%增长，其他版块延续 17 年 20%以上增速的趋势，公司主业经营拐点显现。
- 与此同时公司近年“四位一体”的研发布局已成体系，核心在研资产上市进度有望加速，为中长期增长蓄力。
- 预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 1,333/1,549/1,833 百万人民币，对应增速 13.27%/16.22%/18.35%。目前股价对应 18 年 27.3x P/E，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 复方丹参滴丸 FDA 临床低预期；中药注射液外部环境进一步恶化；普佑克销量和新适应症申报进度低预期；参股企业经营情况恶化；临床早期品种临床失败风险等。

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	12,567	13,222	13,945	15,788	18,658	20,538
增长率		5.2%	5.5%	13.2%	18.2%	10.1%
主营业务成本	-7,859	-8,102	-8,854	-10,120	-12,022	-12,856
%销售收入	62.5%	61.3%	63.5%	64.1%	64.4%	62.6%
毛利	4,707	5,120	5,092	5,669	6,636	7,682
%销售收入	37.5%	38.7%	36.5%	35.9%	35.6%	37.4%
营业税金及附加	-102	-121	-151	-171	-203	-223
%销售收入	0.8%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-1,822	-1,991	-2,362	-2,527	-2,957	-3,381
%销售收入	14.5%	15.1%	16.9%	16.0%	15.9%	16.5%
管理费用	-810	-959	-869	-964	-1,175	-1,363
%销售收入	6.4%	7.3%	6.2%	6.1%	6.3%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	1,974	2,049	1,709	2,006	2,302	2,715
%销售收入	15.7%	15.5%	12.3%	12.7%	12.3%	13.2%
财务费用	-291	-261	-228	-304	-336	-372
%销售收入	2.3%	2.0%	1.6%	1.9%	1.8%	1.8%
资产减值损失	16	-52	-5	-58	-39	-58
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	6	-10	-10	-10	-10
%税前利润	n.a	0.3%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	1,698	1,741	1,466	1,634	1,916	2,275
营业利润率	13.5%	13.2%	10.5%	10.4%	10.3%	11.1%
营业外收支	24	48	30	15	15	15
税前利润	1,722	1,790	1,496	1,649	1,931	2,290
利润率	13.7%	13.5%	10.7%	10.4%	10.4%	11.2%
所得税	-283	-272	-277	-297	-348	-412
所得税率	16.4%	15.2%	18.5%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	1,440	1,518	1,219	1,353	1,584	1,878
少数股东损益	82	45	43	20	35	45
归属于母公司的净利润	1,357	1,473	1,176	1,333	1,549	1,833
净利率	10.8%	11.1%	8.4%	8.4%	8.3%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,450	1,524	1,219	1,353	1,584	1,878
非现金支出	223	342	314	76	59	78
非经营收益	236	214	193	272	343	383
营运资金变动	-1,317	-1,771	-609	-4,560	-1,197	-647
经营活动现金净流	593	309	1,117	-2,860	789	1,691
资本开支	-755	-695	-521	-162	-121	-111
投资	79	-272	-194	-425	-50	-50
其他	109	56	61	-10	-10	-10
投资活动现金净流	-566	-911	-654	-597	-181	-171
股权募资	2	1,580	12	0	0	0
债权募资	1,272	-28	590	4,329	880	4
其他	-1,203	-1,267	-835	-802	-888	-1,025
筹资活动现金净流	71	285	-233	3,527	-8	-1,021
现金净流量	97	-317	231	70	600	500

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,116	1,080	1,330	1,400	2,000	2,500
应收账款	4,915	6,489	7,147	9,216	10,335	11,029
存货	1,477	1,764	2,012	2,079	2,371	2,466
其他流动资产	281	564	687	1,174	1,202	1,220
流动资产	7,788	9,897	11,176	13,870	15,909	17,214
%总资产	60.3%	64.2%	65.3%	67.8%	70.2%	71.4%
长期投资	409	530	685	1,109	1,159	1,209
固定资产	3,610	3,688	3,908	3,938	3,968	3,998
%总资产	27.9%	23.9%	22.8%	19.3%	17.5%	16.6%
无形资产	1,002	1,181	1,266	1,396	1,482	1,557
非流动资产	5,133	5,516	5,951	6,573	6,739	6,895
%总资产	39.7%	35.8%	34.7%	32.2%	29.8%	28.6%
资产总计	12,921	15,413	17,126	20,443	22,648	24,109
短期借款	3,489	2,985	2,788	7,335	8,215	8,218
应付款项	2,946	2,745	3,178	3,024	3,241	3,431
其他流动负债	331	856	2,192	468	531	557
流动负债	6,767	6,586	8,159	10,826	11,988	12,207
长期贷款	15	0	0	125	125	126
其他长期负债	1,071	1,120	761	352	352	352
负债	7,853	7,706	8,920	11,303	12,465	12,685
普通股股东权益	4,838	7,469	7,964	8,811	9,820	11,015
少数股东权益	231	237	243	329	364	409
负债股东权益合计	12,921	15,413	17,126	20,443	22,648	24,109

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.314	1.363	1.089	1.233	1.433	1.696
每股净资产	4.684	6.913	7.371	8.155	9.088	10.195
每股经营现金净流	0.574	0.286	1.034	-2.647	0.730	1.565
每股股利	0.060	0.060	0.060	0.450	0.500	0.590
回报率						
净资产收益率	28.06%	19.72%	14.77%	15.12%	15.77%	16.64%
总资产收益率	10.51%	9.56%	6.87%	6.52%	6.84%	7.60%
投入资本收益率	17.61%	15.12%	12.22%	9.91%	10.19%	11.26%
增长率						
主营业务收入增长率	13.24%	5.21%	5.47%	13.21%	18.17%	10.08%
EBIT增长率	23.93%	3.79%	-16.56%	17.37%	14.71%	17.95%
净利润增长率	24.53%	8.49%	-20.12%	13.27%	16.22%	18.35%
总资产增长率	26.53%	19.28%	11.12%	19.37%	10.78%	6.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.5	113.2	124.6	148.0	140.0	137.0
存货周转天数	63.7	73.0	77.8	75.0	72.0	70.0
应付账款周转天数	51.3	62.4	68.1	71.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	80.9	78.1	91.4	78.2	67.1	61.9
偿债能力						
净负债/股东权益	62.86%	35.08%	22.64%	66.30%	62.26%	51.16%
EBIT利息保障倍数	6.8	7.9	7.5	6.6	6.8	7.3
资产负债率	60.77%	50.00%	52.08%	55.29%	55.04%	52.62%

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	1	6	6	7	20
增持	0	2	4	4	11
中性	0	2	2	2	3
减持	0	0	0	0	2
评分	1.00	1.60	1.67	1.62	1.64

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

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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH