



重磅创新药空间大, 提升长期业绩

投资要点

- **持续加码研发, 开拓新药研发新模式。**公司高度重视研发, 每年研发投入超过1亿, 占收入比例接近6%, 在医药上市中处在行业前列。3大重磅1类新药中, 靶向抗肿瘤药 WX390 和 DPP-4 降糖药欣格列汀已获批临床, 抗结核药 WX081 处于临床申报阶段。通过技术入股将 WX390 和 WX081 注入上海嘉坦, 持股29%, 无需承担每个品种上亿的临床试验费用, 借助合作方的力量加快产品研发上市。如临床数据良好能以II期数据申报, 最快有望3年后获批上市。
- **抗肿瘤药 WX390: 双靶点疗效和安全性更高。**WX390 为 mTOR/PI3K 双靶点抑制剂, 与单靶点抑制剂相比具有剂量小、效价高、不易产生耐药性等特点, 疗效和安全性可能更好。目前 PI3K/mTOR 双靶点抑制剂在全球尚未有药物上市, 辉瑞进展最快, 处于临床II期, 辰欣已获批临床, 处在全球第一梯队中。mTOR 单靶点抗肿瘤药依维莫司在国外获批了多个实体瘤适应症, 全球销售额已超过17亿美元; 2016年国内销售额估计仅1亿元, 随着更多适应症获批和新进医保放量, 估计峰值销售额不低于20亿。辰欣的双靶点药物疗效和安全性更高, 估计峰值销售额不低于依维莫司, 峰值终端销售额20亿, 按照17%增值税率、40%净利率测算, 预计峰值收入17.1亿和净利润6.8亿。
- **降糖药欣格列汀: 体外疗效优于现有上市药物。**欣格列汀属于 DPP-4 类抑制剂。DPP-4 抑制剂在全球快速崛起, 全球 DPP-4 全球销售额不低于100亿美元, 在口服降糖药市场中的销售额占比接近50%。中国 DPP-4 抑制剂上市时间晚, 占比不到5%。2017年PDB样本医院的 DPP-4 抑制剂销售额达2.8亿, 同比增长180%。随着现有 DPP-4 抑制剂进入医保和新产品陆续上市, 未来占中国口服降糖药销售额的比例有望达到50%, 即不低于100亿终端市场。欣格列汀的体外 DPP-4 抑制活性、选择性和体内降糖作用效果优于现有上市药物。欣格列汀作为独家品种, 未来市占率不低于10%, 即10亿终端年销售额, 按照17%增值税率、40%净利率测算, 预计峰值收入8.5亿和净利润3.4亿。
- **抗结核药 WX081: 抗耐药性结核的重要力量。**2015年全球新发耐药多药结核病患者约48万, 其中中国以7万新发病例排名第二。与普通结核相比耐药性结核由于治疗时间长、治疗药物少、治疗费用高, 治疗率更低且死亡率更高。自70年代以来, 全球仅在2012和2014共计新批了2个抗结核新药。辰欣 WX081 作用类似新药贝达喹啉, 但针对肝脏和心脏毒性进行优化, 副作用更低。我们估计中国耐药性结核患者存量35万, 每年新增7万。假设 WX081 上市后人均治疗费用参照普通药物定价约1.4万/人, 按照100%治疗率、50%选择 WX081、3年内完成存量患者治疗, 估计辰欣峰值终端销售额可达到12.9亿, 按照17%增值税率和40%净利率测算, 预计峰值收入11.0亿和净利润4.4亿。
- **盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年EPS为0.75元、0.97元、1.26元, 对应PE为30倍、23倍、18倍, 如扣除公司账上19亿现金+理财, 2018年估值仅18倍。业绩高增长且估值低, PEG仅0.8, 且3大重磅1类创新药市场空间大, 有助于提升公司长期业绩, 维持“买入”评级, 目标价29.10元。
- **风险提示:** 产品销量或低于预期的风险、产品招标降价的风险、新产品获批进度或低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2564.80	2887.82	3306.57	3776.14
增长率	2.72%	12.59%	14.50%	14.20%
归属母公司净利润(百万元)	246.88	341.33	439.95	569.35
增长率	0.01%	38.25%	28.90%	29.41%
每股收益EPS(元)	0.54	0.75	0.97	1.26
净资产收益率ROE	10.64%	9.01%	10.58%	12.27%
PE	41	30	23	18
PB	4.45	2.72	2.48	2.22

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: S1250513110001

电话: 021-68413530

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

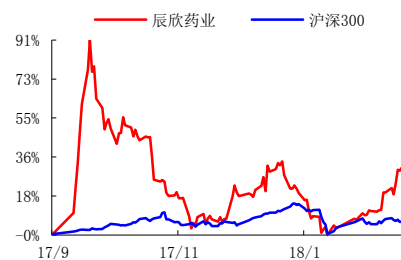
分析师: 周平

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)	4.53
流通A股(亿股)	1.00
52周内股价区间(元)	16.73-32.09
总市值(亿元)	102.28
总资产(亿元)	46.93
每股净资产(元)	7.85

相关研究

1. 辰欣药业(603367): 专科药放量+低价药提价, 推动业绩高增长 (2018-03-16)

目 录

1 抗肿瘤药 WX390：双靶点疗效和安全性更高.....	1
2 降糖药欣格列汀：体外疗效优于现有上市药物.....	3
3 抗结核药 WX081：抗耐药性结核的重要力量.....	5
4 盈利预测与估值.....	7

图 目 录

图 1：全球抗肿瘤药总体市场规模和增速	1
图 2：全球排名前 10 抗肿瘤药市场份额分布	1
图 3：全球依维莫司销售额及增速	2
图 4：中国依维莫司销售额及增速	2
图 5：PDB 样本医院的 DPP-4 降糖药销售额及增速	4
图 6：2017 年 PDB 样本医院的 DPP-4 降糖药销售额占比	4
图 7：2015 年全球结核新发病人数	5
图 8：2015 年全球耐药性结核新发病人数	5
图 9：耐药性结核的治疗率更低	5
图 10：耐药性结核的死亡率更高	5

表 目 录

表 1：2016 年全球销售额排名前 10 的抗肿瘤药	1
表 2：2017 年全球销售额排名前 15 的降糖药	3
表 3：2017 年中国 DPP-4 抑制剂在 PDB 样本医院的销售额及增速	4
表 4：辰欣药业的 1 类创新药销售峰值测算	6
附表：财务预测与估值	8

辰欣药业高度重视研发，每年投入研发费用超过 1 亿，占收入比例约为 6%，在医药上市公司中排名靠前。目前辰欣药业已拥有 3 个 1 类新药，包括已获批临床的抗肿瘤药 WX390 和 DPP-4 类降糖药欣格列汀片、以及处于临床申报阶段的耐药性结核药 WX081。

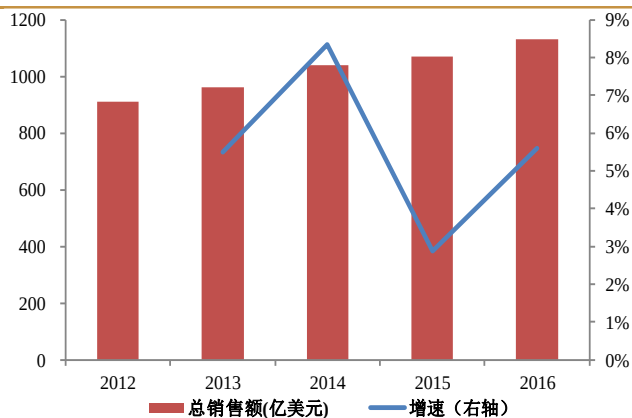
由于创新药研发周期长，保守估计 3-5 年以上；研发投入高，总费用估计不低于 3 亿元。公司有 3 个 1 类新药陆续获批临床，如同时启动将带来较大的研发支出。为了减少投入、降低风险，公司将 WX-081 片和 WXFL10030390 片转让给上海嘉坦，辰欣对其持股比例为 29%。通过此次转让，公司以技术资源注入，未来无需在研发阶段承担任何费用，按照 29% 的比例享受新药上市后的相应权益，从而借助合作方的力量加快新药上市销售，开拓了新药研发上市的新模式。

1 抗肿瘤药 WX390：双靶点疗效和安全性更高

WX390 为靶向抗肿瘤 1 类新药，已在 2018 年初获得临床批件。WX390 为 mTOR/PI3K 双靶点抑制剂，与单一靶点小分子抑制剂相比，作用于 mTOR 和 PI3K 的双重抑制剂既能抑制细胞增殖也能促进细胞凋亡，能更加有效的抑制 PI3K 信号通路，且具有剂量小、效价高、不易产生耐药性等特点，疗效和安全性可能更好。

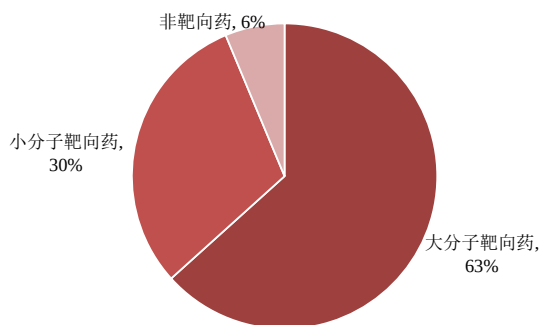
2016 年全球抗肿瘤药市场规模达到 1130 亿美元，同比增长 6%。从全球来看，靶向抗肿瘤药由于具有特异性抗肿瘤和毒性更低的优点，在抗肿瘤治疗中发挥的作用越来越大。2016 年全球排名前 10 的抗肿瘤药销售总额达 349 亿美元，其中排名前 4 的品种均为大分子靶向药，占比 63%；5 个品种为小分子靶向药，占比 30%；仅 1 个品种为非靶向药，占比 6%。

图 1：全球抗肿瘤药总体市场规模和增速



数据来源：IMS，西南证券整理

图 2：全球排名前 10 抗肿瘤药市场份额分布



数据来源：药智网，西南证券整理

表 1：2016 年全球销售额排名前 10 的抗肿瘤药

产品	类型	生产企业	2016 年销售额 (亿美元)
利妥昔单抗	大分子靶向药	罗氏	65
贝伐珠单抗	大分子靶向药	罗氏	59
曲妥珠单抗	大分子靶向药	罗氏	56
纳武单抗	大分子靶向药	百时美施贵宝	41
伊马替尼	小分子靶向药	诺华	31

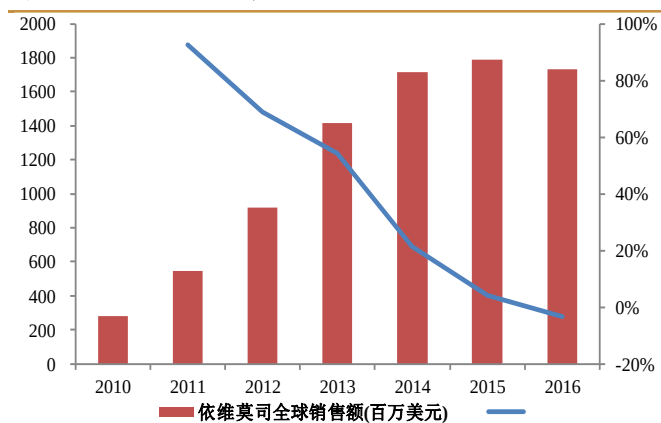
产品	类型	生产企业	2016 年销售额（亿美元）
培美曲塞	非靶向药	利来	22
依鲁替尼	小分子靶向药	强生	21
IBRANCE	小分子靶向药	辉瑞	20
达沙替尼	小分子靶向药	百时美施贵宝	18
硼替佐米	小分子靶向药	强生	16

数据来源：药智网，西南证券整理

目前 PI3K/mTOR 双靶点抑制剂在国内外均尚未有药物上市，进展最快的为辉瑞的 PF05212384，处于临床 II 期。

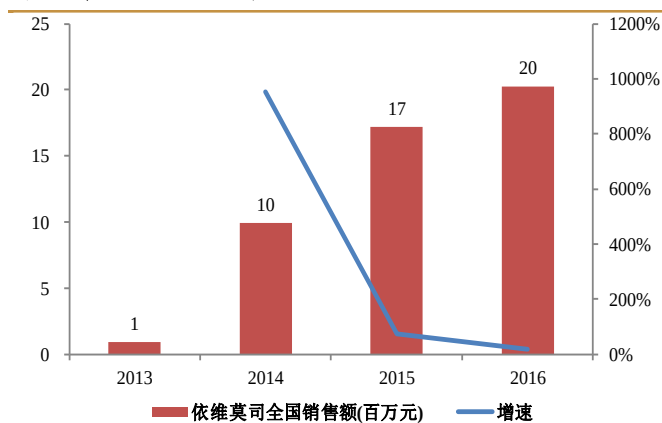
单靶点抗肿瘤已有产品上市，如诺华开发了针对 mTOR 靶点的依维莫司，于 2009 年在美国获批上市，已获批多个适应症，如晚期肾癌、胰腺癌、HER2 阴性乳腺癌、管膜下巨细胞星形细胞瘤等。依维莫司疗效好、适应症广，全球销售额已超过 17 亿美元。依维莫司已在中国上市，由于之前获批适应症少，且未进医保而导致销售规模较小，2016 年 PDB 样本医院销售额近 2000 万，终端销售额估计 1 亿左右。但是随着依维莫司获批更多适应症+17 年新进国家医保，未来 3 年有望迎来快速放量。参照国外销售额，依维莫司覆盖多个实体瘤领域，未来峰值销售额保守估计不低于 20 亿。

图 3：全球依维莫司销售额及增速



数据来源：诺华公告，西南证券整理

图 4：中国依维莫司销售额及增速



数据来源：PDB，西南证券整理

PI3K 靶向抗肿瘤药也有产品上市。2014 年美国 FDA 批准吉利德的艾德拉尼上市，用于治疗复发性慢性淋巴细胞白血病(CLL)、复发性滤泡 B 细胞非霍奇金淋巴瘤(FL)和复发性小淋巴细胞淋巴瘤(SLL)。2017 年美国 FDA 批准拜耳 Copanlisib 上市，用于治疗罹患复发性滤泡性淋巴瘤。Copanlisib 能抑制 PI3K- α 和 PI3K- δ 两种激酶亚型。临床试验招募了 104 名已经接受了至少两次治疗出现复发的滤泡性淋巴瘤患者，Copanlisib 组的客观缓解率达到了 59%，临床试验数据很好并因此获得优先审评资格。

WX390 为 1 类新药，如果临床疗效好以 II 期临床数据申报，有望在 3 年后获批上市。考虑到 WX390 为 mTOR/PI3K 双靶点抑制剂，疗效和安全性优于单靶点抗肿瘤药。估计未来峰值终端销售额不低于依维莫司，保守估计不低于 20 亿，按照 17%增值税率、40%净利率测算，预计将带来 17.1 亿峰值收入、6.8 亿峰值净利润。

2 降糖药欣格列汀：体外疗效优于现有上市药物

2017 年全球排名前 15 的降糖药合计销售额达 338 亿美元，其中胰岛素仍是最大的类别，占 56%（189 亿美元）；其次是口服 DPP-4 抑制剂类，占 21%（71 亿美元）；GLP-1 的市场份额也有大幅提升，占 17%（56 亿美元）。估计 DPP-4 全球销售额不低于 100 亿美元，在口服降糖药市场中的销售额占比接近 50%。

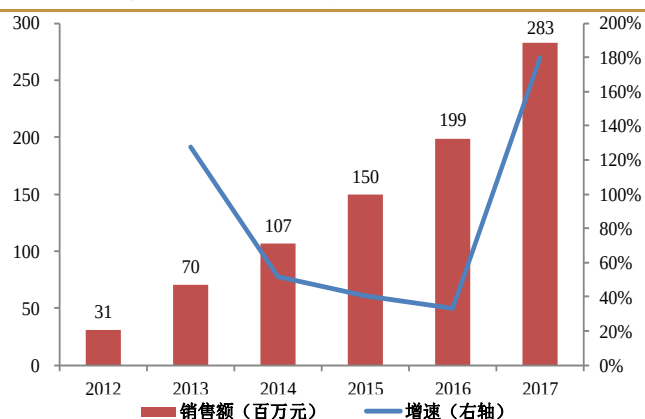
表 2：2017 年全球销售额排名前 15 的降糖药

公司	产品	分类	销售额(亿美元)
赛诺菲	甘精胰岛素	胰岛素	52.54
默沙东	西格列汀	DPP-4	37.37
诺和诺德	利拉鲁肽	GLP-1	35.41
诺和诺德	门冬胰岛素	胰岛素	30.60
礼来	充足赖脯胰岛素	胰岛素	28.65
默沙东	西格列汀二甲双胍	DPP-4	21.58
诺和诺德	地特胰岛素	胰岛素	21.57
礼来	度拉鲁肽	GLP-1	20.30
诺和诺德	门冬胰岛素	胰岛素	15.67
诺和诺德	人胰岛素	胰岛素	15.39
礼来	重组人体胰岛素	胰岛素	13.35
诺华	维格列汀	DPP-4	12.33
诺和诺德	德谷胰岛素	胰岛素	11.20
强生	卡格列净	SGLT-2	11.11
阿斯利康	达格列净	SGLT-2	10.74

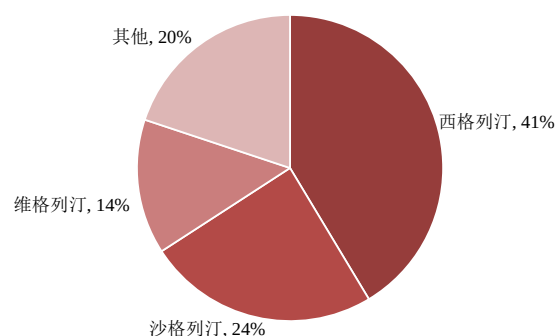
数据来源：医药魔方，西南证券整理

中国口服降糖药市场约 200 亿左右，仍保持 10%左右的增长。DPP-4 由于上市时间晚，占比不到 5%。2017 年 PDB 样本医院的 DPP-4 降糖药销售额达 2.8 亿，同比增长 180%，增速明显提升，估计与 2017 年多个 DPP-4 产品进入医保产品放量有关。DPP-4 产品中，西格列汀、沙格列汀、维格列汀占比最大，分别为 41%、24%、14%。

参照全球口服降糖药发展趋势，估计 DPP-4 未来占中国口服降糖药销售额的比例有望达到 50%，即不低于 100 亿终端市场。根据 PDB 数据放大 5 倍测算，估计 2017 年中国 DPP-4 降糖药销售约为 14 亿，还有巨大的增长空间。

图 5：PDB 样本医院的 DPP-4 降糖药销售额及增速


数据来源：PDB，西南证券整理

图 6：2017 年 PDB 样本医院的 DPP-4 降糖药销售额占比


数据来源：PDB，西南证券整理

表 3：2017 年中国 DPP-4 抑制剂在 PDB 样本医院的销售额及增速

产品	国家医保	地方医保	2017 销售额	2017 增速
西格列汀	是	14	117	42%
沙格列汀	是	14	69	32%
维格列汀	是	14	40	33%
西格列汀二甲双胍	否	6	28	81%
利格列汀	是	14	19	51%
阿格列汀	是	14	8	35%
维格列汀二甲双胍	否	3	2	606%

数据来源：PDB，西南证券整理

辰欣的欣格列汀于 2018 年 1 月获得临床批件，由中科院上海药物所的柳红、李佳和蒋华良等 3 个课题组合作开发。该研究得到了国家“重大新药创制”科技重大专项、中科院战略性新兴产业先导科技专项、上海市科委等的资助。

通过对百余个化合物进行体内活性筛选和药效学评价，开发了 DPP-4 高选择性抑制剂欣格列汀。欣格列汀结构独特，是全新化学分子实体的 DPP-4 高效、高选择性抑制剂。研究显示欣格列汀的体外 DPP-4 抑制活性、选择性和体内降糖作用效果优于现有上市药物，具有降糖作用显著、起效剂量低的特点。欣格列汀具有良好的药代动力学特性和安全性，暴露量和半衰期均优于上市药物阿格列汀。

辰欣空间测算：考虑到欣格列汀的体外效果和安全性高，且为独家品种，估计未来在 DPP-4 抑制剂市场的峰值市占率不低于 10%，即 10 亿终端年销售额，按照 17% 增值税率、40% 净利率测算，预计将给公司带来 8.5 亿峰值收入、3.4 亿峰值净利润。

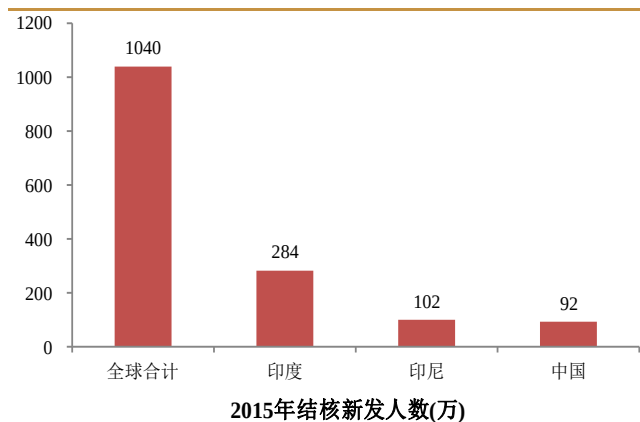
3 抗结核药 WX081：抗耐药性结核的重要力量

结核病属于经呼吸道传播的慢性传染病，在全球广泛流行。由于结核杆菌基因突变会导致耐药性结核，全球结核病防控面临新的威胁。

结核新发患者：2015 年全球估计新发结核病患者 1040 万例，且近年来新发患者数量持续增加。发病人数排名前三的国家分别为印度（284 万）、印尼（102 万）、中国（92 万）。

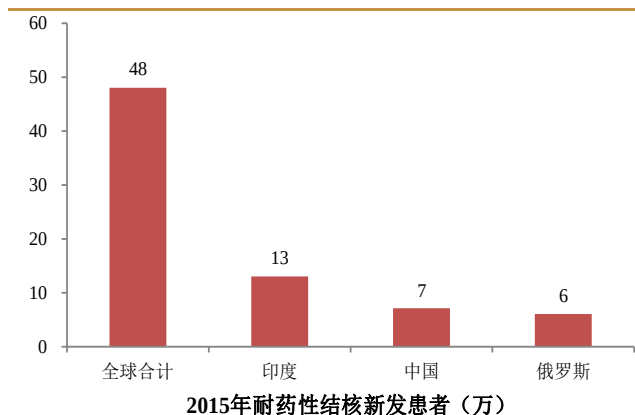
耐药性结核新发患者：耐药性结核的发病人数也在增加，2015 年全球新发耐多药结核病（MDR 结核）患者已达到 48 万、利福平耐药（RR 结核）10 万。发病人数排名前三的国家分别为印度（13 万）、中国（7 万）和俄罗斯（6 万）。

图 7：2015 年全球结核新发病人数



数据来源：《结核病防控年度回顾及展望》，西南证券整理

图 8：2015 年全球耐药性结核新发病人数

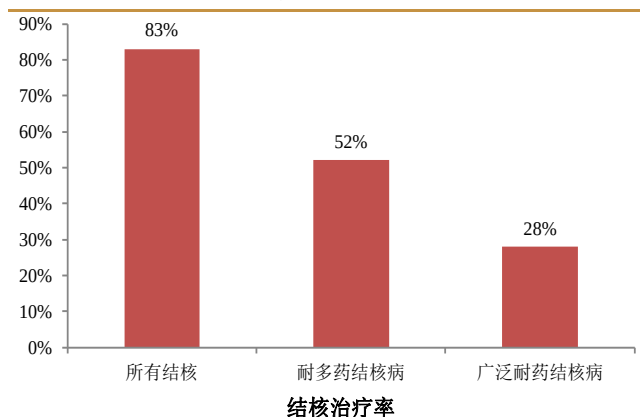


数据来源：《结核病防控年度回顾及展望》，西南证券整理

结核死亡人数：2015 年全球因结核病死亡 140 万例，估计死于 MDR 结核的人数接近 20 万，耐药性结核的死亡率明显更高。

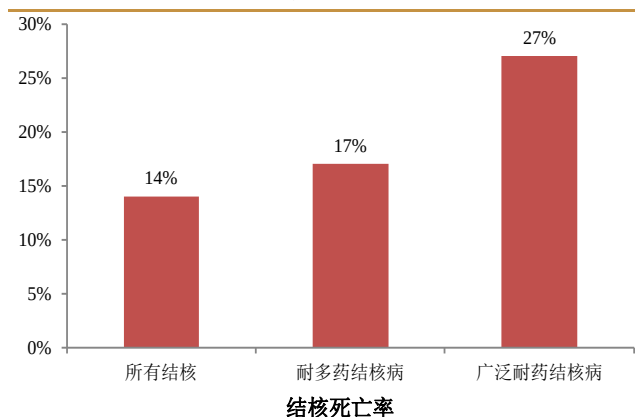
结核治疗率：从治疗率来看，结核病的整体治疗成功率为 83%；MDR 结核的治疗成功率为 52%，死亡率为 17%；广泛耐药结核病（XDR 结核）的治疗成功率仅为 28%，死亡率为 27%。

图 9：耐药性结核的治疗率更低



数据来源：《结核病防控年度回顾及展望》，西南证券整理

图 10：耐药性结核的死亡率更高



数据来源：《结核病防控年度回顾及展望》，西南证券整理

总体来看，耐药性结核由于缺少新的治疗手段和药品，治疗难度明显更高、治疗成功率更低、死亡率也更高。耐药性结核的产生除了与治疗方式错误、患者间断性用药导致结核杆菌基因突变有关，还部分归因于缺少新药上市。目前临床上应用的 4 个一线抗结核药物和 8 个二线抗结核药物均是发现于 1940-1970 年期间，此后 40 年无新的抗结核药物上市。一直到 2012 年美国 FDA 批准抗结核新药贝达喹啉上市、2014 年欧盟 EMA 批准地依麦迪上市。这两个新药与其他抗结核药物联用能够有效治疗耐药性结核。但由于价格昂贵且副作用明显，尚未在临床大规模推广。

贝达喹啉片是最新的抗结核药，尤其是对耐药性结核的效果十分显著。研究显示在常规治疗的基础上，加用贝达喹啉的患者在第 8 周痰菌转阴率（47.6%）和第 24 周痰菌转阴率（81%）均明显高于安慰剂组（第 8 周 8.7%；第 24 周 65.2%）。但贝达喹啉片也存在明显的药物不良反应，如肝毒性、QT 时间延长、潜在的严重的心律失常和细胞磷脂蓄积。因此贝达喹啉片目前仅被当做是二线治疗药物的有益补充，仅限于其他药物治疗均无效果的耐药性结核治疗。因此贝达喹啉片的使用人数有限，2015 年销售额仅约 1000 万美元。贝达喹啉片于 2016 年 11 月获批在中国上市，也是 50 年以来中国引入的第一个抗结核新药，2 月份刚在试点医院启动新药引入计划，尚未在全市场推广。

2015 年全球新发 48 万耐药性结核患者，中国约 7 万。按照 5 年存量计算估计中国存量患者数量约 35 万人，另外每年新增 7 万人。由于国家对结核病患者提供药品和诊疗，整体治疗率接近 100%。

辰欣空间测算：据统计 2010 年左右 2 年治疗的平均用药费用为 13722 元。如辰欣的新药上市，参照普通药治疗费用定价，即每人治疗费用 1.4 万左右。按照治疗率 100%、50% 患者选择辰欣产品测算，存量市场 35 万人*1.4 万元/人=49 亿，3 年内对存量患者完成治疗，每年约 16 亿销售额，辰欣份额 8 亿；每年新增 7 万人，增量市场 7 万人*1.4 万/人=9.8 亿，辰欣份额 4.9 亿。估计前 3 年辰欣产品的终端销售额 12.9 亿，之后每年 4.9 亿，按照 17% 增值税率和 40% 净利率，前 3 年每年收入 11.0 亿和净利润 4.4 亿，3 年后每年收入 4.2 亿和净利润 1.7 亿。

创新药能够享受国家优先审评政策，如果研发进展顺利，且临床数据好能够以 II 期临床数据申报生产，有望在 3 年内获批上市销售。辰欣的 3 个创新药品种均属于 1 类新药，具有广阔的市场前景。未来 3 个产品的峰值收入有望达到 36.5 亿、利润 14.6 亿。

表 4：辰欣药业的 1 类创新药销售峰值测算

产品	适应症	研发进度	对标品种	峰值收入和利润测算
WX390（29%权益）	抗肿瘤药，如乳腺癌、结肠癌等	获批临床	诺华依维莫司	17 亿收入、6.8 亿净利润
WX081（29%权益）	耐药性结核病	申请临床	强生贝达喹啉	11 亿收入、4.4 亿净利润
欣格列汀	糖尿病	获批临床	列汀类	8.5 亿收入、3.4 亿净利润

数据来源：西南证券

4 盈利预测与估值

预计 2017-2019 年 EPS 为 0.75 元、0.97 元、1.26 元，对应 PE 为 30 倍、23 倍、18 倍，如扣除公司账上 19 亿现金+理财，2018 年估值仅 18 倍。业绩高增长且估值低，PEG 仅 0.8，且 3 大重磅 1 类创新药市场空间大，有助于提升公司长期业绩和估值，维持“买入”评级。

参照大输液类上市公司，2018 年科伦药业和华润双鹤的 PEG 分别为 1.4 和 1.1，保守给予辰欣药业 PEG=1 左右，30 倍估值，目标价 29.10 元。

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	2564.80	2887.82	3306.57	3776.14	净利润	244.63	338.21	435.94	564.16
营业成本	1499.30	1465.31	1593.53	1727.82	折旧与摊销	199.69	105.86	114.56	121.28
营业税金及附加	40.34	45.43	52.01	59.40	财务费用	3.22	-16.12	-41.34	-66.38
销售费用	469.87	635.32	760.51	887.39	资产减值损失	22.56	20.00	25.00	25.00
管理费用	249.86	360.98	429.85	509.78	经营营运资本变动	-161.52	106.84	-74.98	-85.71
财务费用	3.22	-16.12	-41.34	-66.38	其他	-16.61	-16.56	-18.53	-19.68
资产减值损失	22.56	20.00	25.00	25.00	经营活动现金流净额	291.97	538.23	440.66	538.67
投资收益	-10.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	63.42	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-147.71	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-84.28	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	269.61	376.90	487.00	633.13	短期借款	-60.00	-90.00	0.00	0.00
其他非经营损益	19.59	20.00	25.00	30.00	长期借款	160.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	289.20	396.90	512.00	663.13	股权融资	0.00	1166.00	0.00	0.00
所得税	44.57	58.69	76.05	98.97	支付股利	-49.12	-49.12	-67.91	-87.54
净利润	244.63	338.21	435.94	564.16	其他	-2.46	16.12	41.34	66.38
少数股东损益	-2.25	-3.11	-4.01	-5.19	筹资活动现金流净额	48.43	1043.00	-26.57	-21.16
归属母公司股东净利润	246.88	341.33	439.95	569.35	现金流量净额	256.09	1481.23	314.09	417.52
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	429.90	1911.13	2225.22	2642.74	成长能力				
应收和预付款项	606.16	634.25	738.03	845.07	销售收入增长率	2.72%	12.59%	14.50%	14.20%
存货	322.31	309.45	338.01	368.86	营业利润增长率	-0.14%	39.80%	29.21%	30.01%
其他流动资产	138.74	156.21	178.87	204.27	净利润增长率	-0.40%	38.25%	28.90%	29.41%
长期股权投资	47.91	47.91	47.91	47.91	EBITDA 增长率	0.17%	-1.24%	20.05%	22.82%
投资性房地产	8.14	8.14	8.14	8.14	获利能力				
固定资产和在建工程	1449.84	1448.27	1438.01	1421.02	毛利率	41.54%	49.26%	51.81%	54.24%
无形资产和开发支出	188.03	183.80	179.56	175.33	三费率	28.19%	33.94%	34.75%	35.24%
其他非流动资产	89.75	89.69	89.63	89.57	净利率	9.54%	11.71%	13.18%	14.94%
资产总计	3280.77	4788.86	5243.37	5802.90	ROE	10.64%	9.01%	10.58%	12.27%
短期借款	90.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.46%	7.06%	8.31%	9.72%
应付和预收款项	596.48	740.59	822.88	901.39	ROIC	10.61%	14.05%	17.29%	21.01%
长期借款	160.00	160.00	160.00	160.00	EBITDA/销售收入	18.42%	16.16%	16.94%	18.22%
其他负债	135.78	134.67	138.86	143.25	营运能力				
负债合计	982.26	1035.26	1121.74	1204.64	总资产周转率	0.81	0.72	0.66	0.68
股本	353.35	453.35	453.35	453.35	固定资产周转率	2.20	2.44	2.62	2.93
资本公积	871.33	1937.33	1937.33	1937.33	应收账款周转率	7.00	7.09	7.48	7.33
留存收益	1070.79	1362.99	1735.04	2216.85	存货周转率	3.70	4.43	4.67	4.66
归属母公司股东权益	2295.47	3753.67	4125.72	4607.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	67.02%	—	—	—
少数股东权益	3.04	-0.07	-4.08	-9.27	资本结构				
股东权益合计	2298.51	3753.60	4121.63	4598.26	资产负债率	29.94%	21.62%	21.39%	20.76%
负债和股东权益合计	3280.77	4788.86	5243.37	5802.90	带息债务/总负债	25.45%	15.46%	14.26%	13.28%
					流动比率	2.04	3.82	3.98	4.24
					速动比率	1.60	3.43	3.59	3.85
					股利支付率	19.89%	14.39%	15.44%	15.37%
					每股指标				
					每股收益	0.54	0.75	0.97	1.26
					每股净资产	5.07	8.28	9.09	10.14
					每股经营现金	0.64	1.19	0.97	1.19
					每股股利	0.11	0.11	0.15	0.19
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	472.53	466.65	560.21	688.04					
PE	41.43	29.96	23.25	17.96					
PB	4.45	2.72	2.48	2.22					
PS	3.99	3.54	3.09	2.71					
EV/EBITDA	16.25	17.92	14.37	11.09					
股息率	0.48%	0.48%	0.66%	0.86%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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