

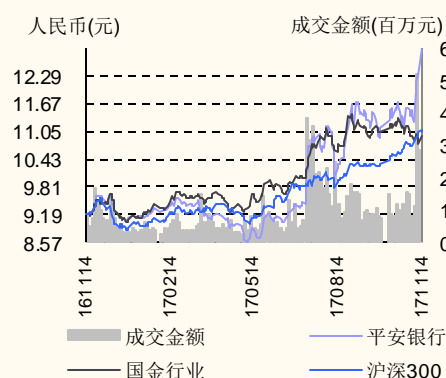
# 华海药业 (600521.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 32.88 元

## 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)	34,277.08
年内股价最高最低(元)	34.46/18.35
沪深 300 指数	3748.64
上证指数	3066.80



## 坎地沙坦酯氢氯噻嗪片美国获批, 国内有望转报免 BE

### 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.480	0.613	0.749	0.947	1.198
每股净资产(元)	4.20	4.68	5.44	6.19	7.19
每股经营性现金流(元)	0.42	0.52	1.29	0.86	1.18
市盈率(倍)	45.88	49.13	39.40	31.17	24.65
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	13.19%	15.16%	35.47%	26.40%	26.46%
净资产收益率(%)	11.43%	11.81%	13.77%	15.30%	16.66%
总股本(百万股)	1,043.05	1,042.49	1,042.49	1,042.49	1,042.49

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 【事件】

- 华海药业向美国 FDA 申报的坎地沙坦酯氢氯噻嗪片的新药简略申请已获得批准。

### 【点评】

- 坎地沙坦酯氢氯噻嗪片主要用于治疗原发性高血压。坎地沙坦酯氢氯噻嗪片由 AstraZeneca 研发, 于 2000 年在美国上市。
- 美国市场: 产品过期, 销售额 2100 万美金, 整体竞争比较激烈。当前, 美国境内, 坎地沙坦酯氢氯噻嗪片的主要生产厂商有 Macleods Pharma, Mylan 等, 2017 年该药品美国市场销售额约 2,100 万美元。我们认为华海药业凭借 Solco 的现有销售渠道及一篮子产品优势, 可以获得部分市场份额。
- 国内市场: 尚无医保, 市场尚未充分教育, 空间有限。目前国内坎地沙坦酯氢氯噻嗪片国内生产厂商仅有江苏德源药业股份有限公司, 国内市场的销售额约人民币 112 万元。
- 制剂出口转报国内: 华海药业利用坎地沙坦酯氢氯噻嗪片海外数据转报国内可以享受优先审评审批。我们认为坎地沙坦酯氢氯噻嗪片上市之后, 华海药业凭借在心血管产品线建立的销售队伍和一篮子产品, 有望获得部分市场份额, 但是弹性空间有限。

### 【投资建议】

- 我们预计公司 18-20 年净利润分别为 7.81/9.88/12.49 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。综合考虑到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。

### 【风险提示】

- ANDA 获批不达预期、国内审批慢于预期、销售慢于预期、环保风险。

### 相关报告

- 1.《扣非略超预期, 一致性评价龙头加速发展-华海药业公司点评》, 2018.3.20
- 2.《普瑞巴林胶囊美国获批 TA, 国内有望转报免 BE-华海药业公司点...》, 2017.12.13
- 3.《阿立哌唑片美国获批, 有望转报国内-华海药业公司点评》, 2017.12.11
- 4.《制剂出口平台突破, 群集优势显现-华海药业公司点评》, 2017.12.5
- 5.《海外品种转报国内, 制剂出口反补在即-华海药业公司点评》, 2017.11.20

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

治疗高血压用药，专利过期较久。

- 坎地沙坦酯氢氯噻嗪片主要用于治疗原发性高血压。坎地沙坦酯氢氯噻嗪片由 AstraZeneca 研发，于 2000 年在美国上市。

美国市场：产品过期，销售额 2100 万美金，整体竞争比较激烈。

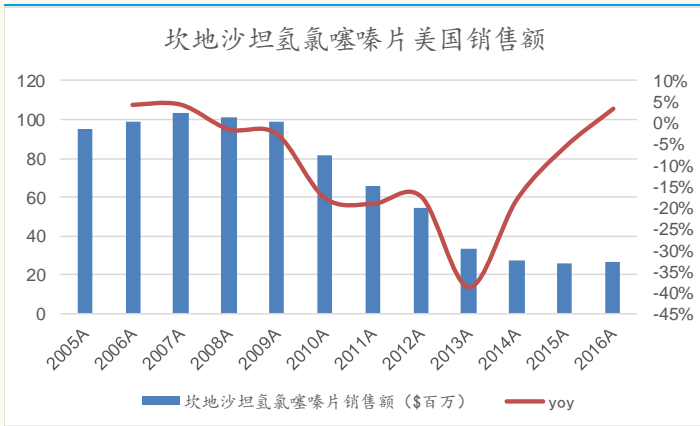
- 当前，美国境内，坎地沙坦酯氢氯噻嗪片的主要生产厂商有 Macleods Pharma, Mylan 等，2017 年该药品美国市场销售额约 2,100 万美元（数据来源于 IMS 数据库）；我们认为华海药业凭借 Solco 的现有销售渠道及一篮子产品优势，可以获得部分市场份额，但空间有限。

图表 1：坎地沙坦酯氢氯噻嗪片美国销售额

Mkt.Status	Proprietary Name	Dosage Form	Route	Strength	RLD	Applicant Holder	Approval Date
RX	ATACAND HCT	TABLET	ORAL	16MG; 12.5MG	RLD	ANI PHARMACEUTICALS INC	Sep 5, 2000
RX	ATACAND HCT	TABLET	ORAL	32MG; 12.5MG	RLD	ANI PHARMACEUTICALS INC	Sep 5, 2000
RX	ATACAND HCT	TABLET	ORAL	32MG; 25MG	RLD	ANI PHARMACEUTICALS INC	May 16, 2008
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	16MG; 12.5MG		DR REDDYS LABORATORIES LTD	Jun 3, 2013
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	16MG; 12.5MG		MACLEODS PHARMACEUTICALS LTD	Feb 27, 2015
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	16MG; 12.5MG		MYLAN PHARMACEUTICALS INC	Dec 4, 2012
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	16MG; 12.5MG		PRINSTON PHARMACEUTICAL INC	Apr 11, 2018
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	16MG; 12.5MG		ZYDUS PHARMACEUTICALS USA INC	Nov 27, 2017
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	32MG; 12.5MG		DR REDDYS LABORATORIES LTD	Jun 3, 2013
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	32MG; 12.5MG		MACLEODS PHARMACEUTICALS LTD	Feb 27, 2015
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	32MG; 12.5MG		MYLAN PHARMACEUTICALS INC	Dec 4, 2012
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	32MG; 12.5MG		PRINSTON PHARMACEUTICAL INC	Apr 11, 2018
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	32MG; 12.5MG		ZYDUS PHARMACEUTICALS USA INC	Nov 27, 2017
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	32MG; 25MG		DR REDDYS LABORATORIES LTD	Jun 3, 2013
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	32MG; 25MG		MACLEODS PHARMACEUTICALS LTD	Feb 27, 2015
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	32MG; 25MG		MYLAN PHARMACEUTICALS INC	Dec 4, 2012
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	32MG; 25MG		PRINSTON PHARMACEUTICAL INC	Apr 11, 2018
RX	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	32MG; 25MG		ZYDUS PHARMACEUTICALS USA INC	Nov 27, 2017
DISCN	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	16MG; 12.5MG		APOTEX INC	Dec 4, 2012
DISCN	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	32MG; 12.5MG		APOTEX INC	Dec 4, 2012
DISCN	CANDESARTAN CILEXETIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	TABLET	ORAL	32MG; 25MG		APOTEX INC	Jun 3, 2013

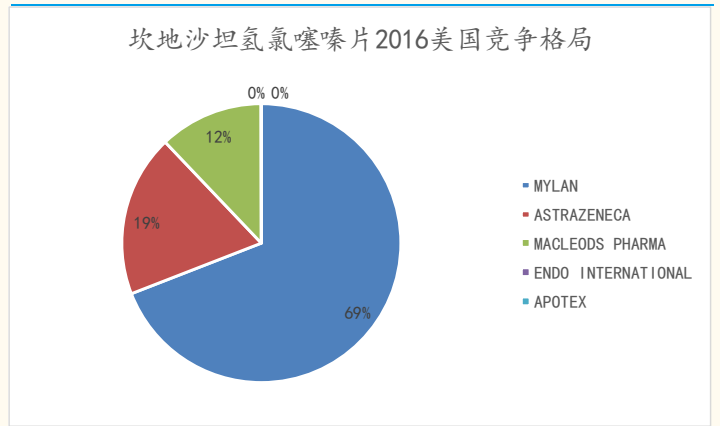
来源：FDA、国金证券研究所

图表 2：坎地沙坦氢氯噻嗪片美国销售额



来源：药智网、国金证券研究所

图表 3：坎地沙坦氢氯噻嗪片美国竞争格局



来源：药智网、国金证券研究所

**国内市场：尚无医保，市场尚未充分教育，空间有限。**

- 目前国内坎地沙坦酯氢氯噻嗪片国内生产厂商仅有江苏德源药业股份有限公司，国内市场的销售额约人民币 112 万元（数据来源为 PDB 数据库的样本医院销售金额）。尚无医保，市场尚未充分教育，空间有限。
- **制剂出口转报国内：**华海药业利用坎地沙坦酯氢氯噻嗪片海外数据转报国内可以享受优先审评审批。我们认为坎地沙坦酯氢氯噻嗪片上市之后，华海药业凭借在心血管产品线建立的销售队伍和一篮子产品，有望获得部分市场份额，但是弹性空间有限。

**一致性评价龙头，国内批量产品待批。**

- 目前国内有 13 个品种申报待审批中，其中盐酸多奈哌齐片、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、缬沙坦氢氯噻嗪片、伏立康唑片、缬沙坦片优先审评审批。我们认为公司凭借政策红利，有望迅速上市。

图表 4：华海药业国内审批品种

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	办理状态	优先审评
CYHS1800071	阿立哌唑片	化药4	仿制	2018-04-12	在审评审批中	否
CYHS1800073	阿立哌唑片	化药4	仿制	2018-04-12	在审评审批中	否
CYHS1800072	阿立哌唑片	化药4	仿制	2018-04-12	在审评审批中	否
CYHS1800050	恩替卡韦片	化药4	仿制	2018-03-14	在审评审批中	否
CYHS1800051	恩替卡韦片	化药4	仿制	2018-03-14	在审评审批中	否
CYHS1700402	阿立哌唑	化药4	仿制	2018-02-06	在审评审批中	否
CYHS1700560	安立生坦片	化药4	仿制	2017-12-28	在审评审批中	否
CYHS1700308	草酸艾司西酞普兰片	化药4	仿制	2017-12-08	在审评审批中	否
CYHS1700307	草酸艾司西酞普兰片	化药4	仿制	2017-12-08	在审评审批中	否
CYHS1700453	左乙拉西坦片	化药4	仿制	2017-11-27	在审评审批中	否
CYHS1700454	左乙拉西坦片	化药4	仿制	2017-11-27	在审评审批中	否
CYHS1700452	拉莫三嗪片	化药4	仿制	2017-11-27	在审评审批中	否
CYHS1700451	拉莫三嗪片	化药4	仿制	2017-11-27	在审评审批中	否
CYHS1700334	赛洛多辛胶囊	化药4	仿制	2017-11-20	在审评审批中	否
CYHS1700085	盐酸多奈哌齐片	化药4	仿制	2017-11-17	在审评审批中	是
CYHS1700084	盐酸多奈哌齐片	化药4	仿制	2017-11-17	在审评审批中	是
CYHS1700268	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	化药4	仿制	2017-11-17	在审评审批中	是
CYHS1700269	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	化药4	仿制	2017-11-17	在审评审批中	是
CYHS1700267	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	化药4	仿制	2017-11-17	在审评审批中	是
CYHS1700256	缬沙坦氢氯噻嗪片	化药4	仿制	2017-11-17	在审评审批中	是
CYHS1700265	伏立康唑片	化药4	仿制	2017-11-17	在审评审批中	是
CYHS1700266	伏立康唑片	化药4	仿制	2017-11-17	在审评审批中	是
CYHB1703359	奈韦拉平片	化药	补充申请	2017-09-25	在审评审批中	否
CYHS1700083	盐酸多奈哌齐一水合物	化药4	仿制	2017-07-27	在审评审批中	是
CYHB1702594	厄贝沙坦	化药	补充申请	2017-05-25	在审评审批中	否
CYHS1600052	普瑞巴林	化药3	仿制	2016-11-28	在审评审批中	否
CYHS1600039	缬沙坦片	化药4	仿制	2016-11-04	在审评审批中	是
CYHS1600044	缬沙坦片	化药4	仿制	2016-11-04	在审评审批中	是
CYHS1600045	缬沙坦片	化药4	仿制	2016-11-04	在审评审批中	是

来源：药智网、国金证券研究所

- 对于公司的中长期发展需要的核心要素，我们有以下观点：
- 华海在现有销售体系基础上强化销售，保证产品上市之后销售放量。
  - 在精神领域已证明自己的能力：公司在过去一年中，销售队伍从 100 人扩张到 500 人，加大了对于空白终端的覆盖，我们预计 17 年的国内制剂的销售收入超过 60%；在精神产品线领域，公司在 16 年凭借自营的销售队伍已经实现了进口替代。面对强势的 GSK 和国内另外两家仿制药企业的竞争，公司从销售量上占比超过 50%。我想这在一定程度上可以证明公司具有销售实力，懂得怎么销售。
  - 品种和销售的正反馈：其次，我们认为销售更应该是一个“鸡生蛋，蛋生鸡”的问题，一个优秀的销售队伍需要有产品力的品种来养活，

而优秀的销售团队反过来又会推动药品的销售放量。华海药业目前产品线基本涵盖了所有的治疗性的精神类和心血管类的药品，其中不乏氯吡格雷、替格瑞洛、达比加群酯等一线治疗性产品，市场空间大，竞争格局好；也包括氯沙坦缓释、喹硫平缓释、拉莫三嗪缓释等高技术壁垒的产品；更甚者，公司目前还包括利拉利汀、利伐沙班等在做专利挑战的产品，这些本质上都是真正意义上全球范围的首仿药。我们认为随着公司在一致性评价的制度红利下，有竞争能力的产品上市会带动公司销售队伍的搭建和扩张，实现“优秀品种-优秀销售队伍-优秀品种”的正向反馈。

- **代理商的积极态度：**“春江水暖鸭先知”目前在两票制和药占比的压力下，代理商上生存压力加大，这些奋斗在一线终端的代理商是最懂得什么样的品种是有竞争力的产品，根据我们的了解，代理商目前对于获得华海药业产品的意愿非常强烈，有很多主动来寻求代理权。
- **一致性评价政策红利将持续推进公司发展**
  - **消费升级和产业升级：**我们认为一致性评价作为中国制药产业清算低效产能，提高产品竞争力的必要途径。本质上反应了中国药品的消费升级和制药产业竞争力提高。
  - **增量品种+有梯队+有壁垒：**在一致性评价的红利下，我们看好 1) 有产品梯队；2) 增量品种的公司。增量品种优势在于没有历史价格，可以更好的基于原研进行定价，避免陷入恶性的价格竞争中；有产品梯队可以形成产品集群，在研发销售方面规模效应和杠杆效应明显。华海药业目前美国上市 37 个+已递交 FDA38 个+在研 70 多个，并且使用海外数据进行国内申报，“多快好省”的加速产品上市，是真正有增量品种梯队的公司。
  - **持续的政策催化：**目前江苏省、上海市已经出台了关于一致性评价的政策，鼓励通过一致性评价品种的积极使用，在上海通过一致性评价的品种可以不用集中招标，直接挂网销售；同时我们认为未来各个省份在药品招标、医保支付价等角度会继续出台有利于通过一致性评价品种的政策。
- **在全球仿制药竞争激励的背景下，公司的比较优势将更加明显。**
  - **药品用量的刚需和稳健增长：**不可否认在全球老龄化加剧，而医疗费用负担大幅加重的情况下，全球都在通过加速药品审批上市，压低药价的方式，控制医疗费用。但是我们必须认识到，药品跟其他消费品的不同在于，其需求是稳步增长的，而且更多的刚需。产品降价的情况下更加核心的是使用量的大幅提高。
  - **原料药+制剂纵向一体化的产业竞争优势：**华海药业的优势在于公司的产品基本都是有自己的原料药，并且多数品种在国际上处于龙头供货商。拥有原料药不仅仅是单纯的成本优势，更多是供应链的稳定、产品的质量，是一种基于产业链纵向一体化的规模优势。我们认为即使未来竞争激烈的情况下，华海更能胜出，实现“胜者为王，赢家通吃”的局面。
  - **大幅领先的制剂工艺优势：**更进一步，公司产品不仅仅包括有原料药优势的普通产品。在缓释片、激光控释片、胃漂片、微丸片等形成自己的产品集群和竞争优势，高技术壁垒的产品可以保证更好的竞争环境和更好的盈利状况。
- **中长期布局和管理团队保证公司长期发展。**
  - **在抗体、免疫治疗领域的前瞻性布局：**目前公司已经在高端 Biosimilar，生物创新药和免疫治疗领域有产品布局，重点产品有望在今年进入 III 期临床，团队和产品梯队已经搭建好，保证未来的产品升级。
  - **优秀的管理团队：**公司从十年前的原料药企业起家，基于原料药+制剂+制剂出口+生物药的产业升级，管理层筚路蓝缕，把公司从十几亿市



值的原料药公司经营为国内领先的制剂出口和一致性评价的龙头公司，已经充分表明公司踏实经营风格和高效的执行力，我们认为，优秀的管理团队才是公司长期发展的核心驱动力。

### 【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 18-20 年净利润分别为 7.81/9.88/12.49 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。综合考虑到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。

### 【风险提示】

- **ANDA 获批不达预期：**FDA 在 GDUFA 法案之后整体的药品审批的速度加速，但是由于还存在部分品种的积压，对于不是特别短缺的品种，FDA 的审批有可能低于预期。
- **国内审批慢于预期：**目前国内对于海外上市产品转报国内的数据认可和审批流程已经明确，但是 CFDA 目前人力不足，尤其是对于海外飞行检查的审评员不足，有可能审批低于预期。
- **销售慢于预期：**公司已经搭建了 500 人的销售队伍，但是整体来看最近一轮招标已经完成，新的药品定价和准入体系尚未形成，尤其是医院“一品双规”等政策的限制，公司的产品上市后的销售有可能低于预期。
- **环保风险：**目前国内整体的环保标准提高，华海药业从 2014 年开始加大环保的投入，环保标准提高，但是随着环保标准提高和检查的从严，有可能存在环保风险。

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,500	4,093	5,002	6,312	7,764	9,332	货币资金	602	792	691	800	900	1,000
增长率		16.9%	22.2%	26.2%	23.0%	20.2%	应收账款	1,092	1,322	1,666	1,689	2,077	2,496
主营业务成本	-1,777	-2,053	-2,203	-3,162	-3,814	-4,419	存货	1,077	1,330	1,594	1,646	1,985	2,300
%销售收入	50.8%	50.2%	44.0%	50.1%	49.1%	47.4%	其他流动资产	61	68	121	56	67	77
毛利	1,723	2,040	2,799	3,150	3,950	4,913	流动资产	2,832	3,511	4,072	4,190	5,029	5,874
%销售收入	49.2%	49.8%	56.0%	49.9%	50.9%	52.6%	%总资产	51.3%	52.2%	49.3%	49.7%	53.3%	56.9%
营业税金及附加	-28	-40	-61	-62	-77	-92	长期投资	8	21	367	368	367	367
%销售收入	0.8%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	2,094	2,561	2,938	3,237	3,410	3,458
营业费用	-448	-615	-905	-805	-1,009	-1,213	%总资产	38.0%	38.1%	35.5%	38.4%	36.2%	33.5%
%销售收入	12.8%	15.0%	18.1%	12.8%	13.0%	13.0%	无形资产	492	554	778	556	547	538
管理费用	-714	-860	-1,000	-1,288	-1,630	-2,072	非流动资产	2,684	3,215	4,195	4,239	4,402	4,441
%销售收入	20.4%	21.0%	20.0%	20.4%	21.0%	22.2%	%总资产	48.7%	47.8%	50.7%	50.3%	46.7%	43.1%
息税前利润 (EBIT)	533	526	834	995	1,233	1,535	<b>资产总计</b>	<b>5,515</b>	<b>6,726</b>	<b>8,267</b>	<b>8,429</b>	<b>9,431</b>	<b>10,315</b>
%销售收入	15.2%	12.8%	16.7%	15.8%	15.9%	16.5%	短期借款	862	490	1,589	882	804	282
财务费用	6	8	-110	-114	-103	-81	应付账款	635	824	915	1,184	1,431	1,662
%销售收入	-0.2%	-0.2%	2.2%	1.8%	1.3%	0.9%	其他流动负债	185	200	331	297	362	504
资产减值损失	-49	-26	8	-16	-4	-4	流动负债	1,682	1,514	2,835	2,363	2,597	2,449
公允价值变动收益	2	0	0	0	0	0	长期贷款	0	535	222	222	222	223
投资收益	2	0	-2	1	1	1	其他长期负债	113	100	155	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.1%	n.a	0.1%	0.1%	0.1%	<b>负债</b>	<b>1,795</b>	<b>2,149</b>	<b>3,212</b>	<b>2,586</b>	<b>2,819</b>	<b>2,672</b>
营业利润	493	508	791	866	1,127	1,451	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,591</b>	<b>4,384</b>	<b>4,882</b>	<b>5,675</b>	<b>6,454</b>	<b>7,495</b>
营业利润率	14.1%	12.4%	15.8%	13.7%	14.5%	15.5%	少数股东权益	129	194	172	168	158	148
营业外收支	31	59	-12	82	65	60	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,515</b>	<b>6,726</b>	<b>8,267</b>	<b>8,429</b>	<b>9,431</b>	<b>10,315</b>
税前利润	524	567	779	948	1,192	1,511							
利润率	15.0%	13.9%	15.6%	15.0%	15.4%	16.2%	<b>比率分析</b>						
所得税	-87	-110	-156	-171	-215	-272		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	16.6%	19.4%	20.0%	18.0%	18.0%	18.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	437	457	623	777	978	1,239	每股收益	0.558	0.480	0.613	0.749	0.947	1.198
少数股东损益	-6	-44	-16	-4	-10	-10	每股净资产	4.528	4.203	4.683	5.444	6.191	7.189
归属于母公司的净利润	442	501	639	781	988	1,249	每股经营现金净流	0.246	0.415	0.524	1.287	0.863	1.179
净利率	12.6%	12.2%	12.8%	12.4%	12.7%	13.4%	每股股利	0.150	0.200	0.180	0.200	0.200	0.200
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.32%	11.43%	11.81%	13.77%	15.30%	16.66%
							总资产收益率	8.02%	7.45%	6.98%	9.27%	10.47%	12.11%
							投入资本收益率	9.70%	7.56%	9.50%	11.74%	13.24%	15.45%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	35.41%	16.93%	22.21%	26.19%	23.00%	20.20%
							EBIT增长率	54.62%	-1.40%	58.61%	19.37%	23.92%	24.51%
							净利润增长率	66.66%	13.19%	15.16%	35.47%	26.40%	26.46%
							总资产增长率	22.29%	21.95%	22.90%	1.96%	11.89%	9.37%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	95.2	103.4	105.3	95.0	95.0	95.0
							存货周转天数	191.3	214.1	242.3	190.0	190.0	190.0
							应付账款周转天数	56.2	63.5	62.4	56.0	56.0	56.0
							固定资产周转天数	166.9	166.3	163.0	123.3	94.3	72.5
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	7.00%	5.08%	22.16%	5.21%	1.91%	-6.47%
							EBIT利息保障倍数	-91.6	-65.5	7.6	8.7	11.9	18.8
							资产负债率	32.55%	31.94%	38.86%	30.67%	29.89%	25.90%

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	0	12	14	20	40
增持	0	4	6	7	15
中性	0	1	1	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.35	1.38	1.38	1.36

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。

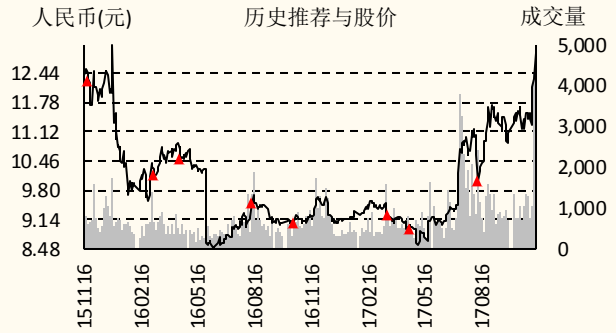
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-09-05	买入	21.67	N/A
2	2017-10-12	买入	23.68	30.00~35.00
3	2017-10-30	买入	25.38	N/A
4	2017-11-20	买入	25.02	N/A
5	2017-12-05	买入	24.96	N/A
6	2017-12-11	买入	26.12	N/A
7	2017-12-13	买入	30.04	N/A
8	2018-03-29	买入	29.53	N/A

来源：国金证券研究所



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