

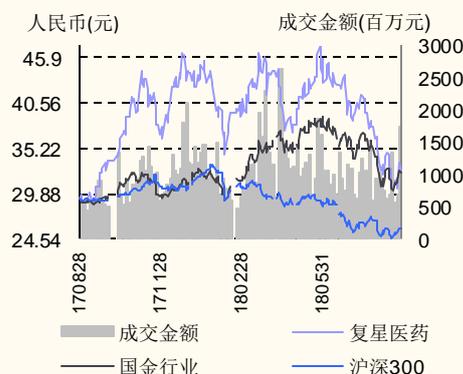
复星医药 (600196.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 32.69 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,909.81
流通港股(百万股)	.00
总市值(百万元)	83,786.46
年内股价最高最低(元)	47.38/28.90
沪深 300 指数	3400.17
上证指数	2777.98



短期费用不影响核心竞争力，创新收获在即

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.162	1.252	1.313	1.664	2.013
每股净资产(元)	9.19	10.15	11.19	12.45	14.00
每股经营性现金流(元)	0.87	1.03	1.57	1.82	1.96
市盈率(倍)	19.91	35.54	29.30	23.12	19.11
净利润增长率(%)	14.05%	11.36%	4.84%	26.73%	20.96%
净资产收益率(%)	12.64%	12.34%	11.73%	13.37%	14.38%
总股本(百万股)	2,414.51	2,495.13	2,495.13	2,495.13	2,495.13

来源：公司年报、国金证券研究所

【事件】 复星医药发布财务公告：截止 2018 年 6 月 30 日，实现营业收入 118.59 亿，同比增长 41.97%；实现归属母公司净利润 15.6 亿，同比增长-7.61%；实现扣非归母净利润 12.01 亿，同比增长-5.32%；实现经营活动现金流净额 12.79 亿，同比增长 15.88%；ROE 为 6.13%。

【点评】 业绩低于预期，主要原因如下，剔除研发费用投入加大和利息费用影响，公司内生增长强劲，其中重庆药友、江苏万邦、Gland 等核心资产都保持 30%以上的业绩增长。公司研发高效推进，核心产品有望年内上市。

■ 1) 公司加大对单克隆抗体生物创新药及生物类似药、小分子创新药的研发投入以及一致性评价的集中投入，导致研发投入 11.88 亿，同比增长 89.82%，其中费用化研发投入增加 2.48 亿。2) 受市场利率上升及带息债务增加等因素影响，利息费用较 2017 年同期增加人民币 1.73 亿。3) 受新版医保目录和辅助用药限制，小牛血白蛋白利润下滑 30%左右。4) 禅城医院由于 JCI 认证影响导致日常病人减少，下半年有望恢复。

■ **具体板块：** 1) 药品：小牛血下滑 30%左右，非布司他等新品种带动收入高速增长，研发投入进一步加大，受研发费用影响利润增速较低。2) 医疗服务：受 JCI 认证影响，禅城医院利润下滑 24.28%，我们认为下半年将大幅改善，带动医疗服务板块增速提升。3) 医疗器械及诊断：Sisram 高速增长，达芬奇手术机器人手术量同比增长 24%，整体业务稳健。4) 医药分销和零售：国药控股业绩反转，下半年有望继续整合器械业务，业绩进一步改善。5) Gland：收入利润 35%以上增长，规范市场收入 74.5%增长，ANDA 稳定获批，进口注册提速中，丰富国内产品。6) 研发：生物药、小分子创新药和一致性评价进一步加大投入，核心产品进入收获期。

盈利调整

■ 考虑到费用投入的加大，我们下调公司盈利预测值 2018-2020 年净利润为 32.76/41.51/50.22 亿。考虑到公司利润结构改善带来的估值重构以及研发的收获期，给予买入评级。

风险提示

■ 并购低于预期、整合低于预期、新产品获批低于预期、产品降价。

相关报告

1. 《阿法骨化醇片通过一致性评价，有望加速进口替代。-《2018-...》，2018.6.12
2. 《中国生物药龙头，奇点临近！-《复星医药深度研究》》，2018.6.8
3. 《利妥昔单抗 III 期揭盲，生物药龙头收获在即-【医药行业公司点...》，2018.5.25
4. 《艾司西酞普兰通过一致性评价，有望加速进口替代。-《2018-...》，2018.5.22
5. 《细胞治疗产品申报临床，有望后来居上-《2018-05-15 公...》，2018.5.15

王建礼 分析师 SAC 执业编号：S1130517040002
wjianli@gjzq.com.cn

【点评】业绩低于预期，主要原因包括

- 1) 公司加大对单克隆抗体生物创新药及生物类似药、小分子创新药的研发投入以及一致性评价的集中投入，导致研发投入 11.88 亿，同比增长 89.82%，其中费用化研发投入增加 2.48 亿。
- 2) 受市场利率上升及带息债务增加等因素影响，利息费用较 2017 年同期增加人民币 1.73 亿。
- 3) 受新版医保目录和辅助用药限制，小牛血白蛋白利润下滑 30%左右。
- 4) 禅城医院由于 JCI 认证影响导致日常病人减少，下半年有望恢复。

剔除研发费用投入加大和利息费用影响，公司内生增长强劲，其中重庆药友、江苏万邦、Gland 等核心资产都保持 30%以上的业绩增长。公司研发高效推进，核心产品有望年内上市。

具体来看：

药品：小牛血下滑 30%左右，非布司他等新品种带动收入高速增长，研发投入进一步加大，受研发费用影响利润增速较低。

- 药品制造与研发业务实现营业收入人民币 895,601.28 万元，较 2017 年同期增长 55.06%；剔除 2017 年新并购企业的贡献的可比因素等影响后，报告期内，药品制造与研发业务收入较 2017 年同口径增长 31.37%。实现分部业绩人民币 103,517.80 万元，较 2017 年同期增长 10.46%；实现分部利润人民币 100,528.01 万元，较 2017 年同期增长 3.54%。
- 制药业务的研发费用为人民币 59,589.58 万元，较 2017 年同期增加人民币 23,097.33 万元，增长 63.29%。受此影响，利润增速较低。
- 但是从核心公司来看，江苏万邦收入 18.58 亿，增长 23.41%，净利润 2.01 亿，同比增长 35.31%。预计核心品种非布司他保持 50%以上的增长；epo、格列美脲等保持高速增长。重庆药友收入 24.62 亿，同比增长 31.96%；净利润 2.91 亿，同比增长 30.71%。预计核心品种阿拓莫兰保持稳健增长，前列地尔干乳略有下滑，其他口服品种保持高速增长。锦州奥鸿收入 6.67 亿，同比增长 16.05%，净利润 1.39 亿，同比下滑 32.17%，主要受小牛血白蛋白低开转高开的影响，表现收入增长，但是受辅助用药限制，预计销量大幅下滑，导致利润下滑。
- 有十余个原料药通过美国 FDA、欧盟、日本厚生省和德国卫生局等国家卫生部门的 GMP 认证，桂林南药有 1 条口服固体制剂生产线、3 条注射剂生产线、5 个原料药通过 WHO-PQ 认证检查，重庆药友有 1 条口服固体制剂生产线通过加拿大卫生部认证和美国 FDA 认证，多个制剂产品实现国际销售。
- 在研新药、仿制药、生物类似药及一致性评价等项目 240 项，其中：小分子创新药 13 项、生物创新药 10 项、生物类似药 17 项、国际标准的仿制药 131 项、一致性评价项目 55 项、中药 2 项、外部引进项目 12 项；报告期内，Gland Pharma 共计 2 个仿制药产品获得美国 FDA 上市批准；本集团的苯磺酸氨氯地平片（施力达）、草酸艾司西酞普兰片（启程）、阿法骨化醇片（立庆）通过仿制药一致性评价。

医疗服务：受 JCI 认证影响，禅城医院利润下滑 24.28%，我们认为下半年将大幅改善，带动医疗服务板块增速提升。

- 医疗服务业务共计实现收入人民币 120,065.53 万元，较 2017 年同期增长 18.62%；剔除 2017 年新并购企业的贡献的可比因素等影响后，营业收入较 2017 年同期同口径增长 1.48%。报告期内实现分部业绩人民币 15,588.82 万元，较 2017 年同期下降 2.16%；实现分部利润人民币 13,355.84 万元，较 2017 年同期增长 1.32%。

- 禅城医院高分通过国际医院 JCI 认证，成为全国首家通过第六版 JCI 标准的三甲综合医院；新增完成二级医院评定 1 家；通过等级医院建设工作，已基本形成以 2 家三级(三甲)医院为业务、学科龙头，引领、支持 3 家二级医院发展的业务布局；
- 截至报告期末，本集团控股的禅城医院、恒生医院、钟吾医院、温州老年病医院、广济医院、济民医院及珠海禅诚等核定床位合计 3,818 张。
- 和睦家：2018 年上半年，“和睦家”医院继续保持在北 京、天津、上海等核心城市高端医疗领域的品牌号召力和领先地位，青 岛和睦家、上海新城和睦家医院已投入运营，广州和睦家医院也在开业准备中。

医疗器械及诊断：Sisram 高速增长，达芬奇手术机器人手术量同比增长 24%，整体业务稳健。

- 医疗器械与医学诊断业务实现营业收入人民币 168,814.28 万元，较 2017 年同期增长 9.23%；报告期内实现分部业绩人民币 28,050.51 万元，较 2017 年同期增长 9.26%；实现分部利润人民币 25,257.80 万元，较 2017 年同期增长 14.90%。
- 子公司 Sisram 在继续加快开拓全球市场并重点关注新兴市场的同时，进一步加强新产品尤其是医用治疗器械的开发，产品线向临床治疗领域拓展；2018 年上半年，Sisram 实现营业收入美元 7,820 万元，较 2017 年同期增长 17.9%（根据 Sisram 财务报表）；Sisram 共 1 个产品通过欧盟 CE 认证、2 个产品获得美国 FDA 批准。
- 2018 年上半年，HPV 诊断试剂营业收入较上年同期增长 29.9%、T-SPOT 试剂盒营业收入较上年同期增长 19.1%。
- “达芬奇手术机器人”手术量继续保持快速增长，于中国大陆及香港地区手术量超过 15,000 台，增长约 24%；由于设备配额较预期延迟，报告期内“达芬奇手术机器人”设备销售台数同比下降。

医药分销和零售：国药控股业绩反转，下半年有望继续整合器械业务，业绩进一步改善。

- 联营企业国药控股 2018 年上半年，实现营业收入人民币 1,474.86 亿元、净利润人民币 40.27 亿元、归属净利润人民币 26.79 亿元，分别较 2017 年同期增长 7.05%、下降 0.12%和下降 3.11%。截至报告期末，国药控股下属分销网络已覆盖中国 31 个省、自治区、直辖市；其直接客户数已达 15,118 家（仅指分级医院，包括最大型最高级别的三级医院 2,307 家），小规模终端客户（含基层医疗机构等）130,893 家，零售药店 95,971 家。报告期内，国药控股医药分销业务实现收入人民币 1,399.26 亿元，较 2017 年同期增长 6.25%。与此同时，国药控股医药零售业务保持增长，报告期内实现收入人民币 71.02 亿元，较 2017 年同期增长 24.57%；零售药店网络进一步扩张，截至报告期末，门店覆盖全国 19 个省、直辖市和自治区，拥有 4,004 家零售药店，其中：直营店 2,965 家、加盟店 1,039 家

Gland：收入利润 35%以上增长，规范市场收入 74.5%增长，ANDA 稳定获批，进口注册提速中，丰富国内产品。

- 报告期内实现营业收入较 2017 年同期增长 36.42%，净利润较 2017 年同期增长 35.45%（根据 Gland Pharma 财务报表，不含评估增值摊销影响）；Gland Pharma 在法规市场的销售收入较 2017 年同期增长 74.47%，其增长动因主要来自于万古霉素、肝素钠、卡泊芬净以及新上市的酮咯酸氨丁三醇等主要产品的收入贡献。
- 报告期内，Gland Pharma 的 4 个制剂生产场地，3 个原料药生产场地接受了美国、欧洲、巴西等药品法规审计/认证，且均顺利通过。

- 注射剂进口注册：依赖于 Gland 的丰富产品线，加快核心产品万古霉素、达托霉素、卡泊芬净，紫杉醇、卡铂、奥沙利铂和昂丹司琼等产品的进口注册。

研发：生物药、小分子创新药和一致性评价进一步加大投入，核心产品进入收获期。

- 研发投入共计人民币 118,832.71 万元，较 2017 年同期增加人民币 56,229.16 万元，增长 89.82%，其中，研发费用人民币 70,898.20 万元，较 2017 年同期增加人民币 24,766.19 万元，增长 53.69%。其中制药业务的研发投入为人民币 106,404.54 万元，较 2017 年同期增加人民币 53,440.75 万元，增长 100.90%，其中，制药业务的研发费用为人民币 59,589.58 万元，较 2017 年同期增加人民币 23,097.33 万元，增长 63.29%。
- 生物药：单抗已有 9 个产品（包括 4 个生物创新药）、13 个适应症于中国大陆获临床试验批准，2 个单抗产品、1 个联合疗法于中国大陆获临床试验申请受理；3 个产品（均为生物创新药）均于美国、台湾地区获临床试验批准；1 个产品（生物创新药）于澳洲澳大利亚获临床试验批准。
- 一致性评价：2018 年，本集团将在心血管系统、代谢及消化系统、中枢神经系统、抗感染等疾病治疗领域选择近五十余个品种开展一致性评价。目前上半年三个通过一致性评价，下半年预计有 4-5 个通过。

图表 1：复星医药生物药研发进展

序号	类型	药（产）品研发项目名称	截至报告期末 中国大陆的研发情况		截至报告期末 其他地区或国家的研发 情况	
			研发阶段	临床试验 阶段	研发阶段	临床试验 阶段
1	生物 类似药	利妥昔单抗注射液	上市申请	III 期 ^(注 1)	-	-
2		注射用重组抗 HER2 人源化 单克隆抗体	临床试验	III 期	临床试验 (注 2)	III 期
3		重组抗 TNF α 全人单克隆抗 体注射液	临床试验	I 期/III 期	-	-
4		重组抗 VEGF 人源化单克隆 抗体注射液	临床试验	I 期/III 期	-	-
5		重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克 隆抗体注射液	获临床试验批准	-	-	-
6	生物 创新药	重组人鼠嵌合抗 CD20 单克 隆抗体注射液	临床试验	III 期 ^(注 3)	-	-
7		重组抗 VEGF 人源化单克隆 抗体注射液	临床试验申请获受理	-	-	-
8		重组抗 VEGFR2 全人单克隆 抗体注射液	获临床试验批准	-	临床试验 (注 4)	I 期
9		重组抗 EGFR 人源化单克隆 抗体注射液	获临床试验批准	-	临床试验 (注 4)	I 期
10		重组抗 PD-1 人源化单克隆 抗体注射液	获临床试验批准	-	临床试验 (注 4)	I 期
11		重组抗 PD-L1 全人单克隆抗 体注射液	临床试验申请获受理	-	获临床试验 批准 ^(注 5)	-
12	Combo (联合治 疗)	重组抗 PD-1 人源化单克隆 抗体注射液联合重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液治 疗方案	临床试验申请获受理	-	-	-

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：复星医药小分子创新药研发进展

序号	药（产）品研发项目名称	截至报告期末的研发情况	
		研发阶段	临床试验阶段
1	丁二酸复瑞替尼胶囊 ^(注 1)	临床试验	I 期
2	FCN-411 ^(注 2)	获临床试验批准	-
3	PA-824	临床试验	I 期
4	FN-1501	获临床试验批准 ^(注 3)	(注 4)
5	FCN-437	获临床试验批准	-

注 1：即研发项目 FC-110。

注 2：即研发项目 FC-102。

注 3：截至报告期末，FN-1501 已获批于中国大陆、美国、澳大利亚开展临床试验。

注 4：截至目前，FN-1501 已于美国、澳大利亚开展临床 I 期试验。

来源：公司公告、国金证券研究所

财务方面：现金流良好，财务费用大幅增加，早期投入增加导致联合营企业受益减少约 4700 万。

- 受市场利率上升及带息债务增加等因素影响，报告期内，本集团利息费用较 2017 年同期增加人民币 17,344.88 万元。
- 经营活动现金流保持持续上升趋势，2018 年上半年经营活动产生的现金流量净额人民币 127,879.26 万元，较 2017 年同期增长 15.88%。
- 设立的复星凯特、直观复星等联合营企业尚处于前期投入阶段；参股的微医等其他早期项目仍有经营亏损，受上述等因素影响，报告期内联合营企业收益较 2017 年同期减少人民币 4,662.02 万元，同比下降 6.18%。

复星医药：创新驱动的综合医疗集团！

- 1、我们认为公司长期基于产业经营已经证明自己的能力。不论是基于并购后的整合，提升整体的医疗集团的协同和实力，还是长期对于产业发展趋势判断的持续研发投入，公司已经在不同层面证明自己优秀的医药产业经营实力。
- 2、公司具备成长为国际一流制药企业的基因。相对于全球医药产业而言，中国尚未出现在国际舞台前列的制药企业，这与中国整体国力不符，我们认为复星有望成为中国医药行业在国际舞台的代表。
 - 1) 其一，公司长期持续高效的研发投入，以创新驱动公司发展。在全球 Biologics&Biosimilar 高速发展的背景下，公司经过多年经营布局，建立起丰富扎实的产品线，成为国内 Biosimilar 的领头者，同时布局具有自主知识产权的生物创新药，建立起一整套独立研发、生产的体系，引领中国生物药的蓬勃发展，并有望在国际市场抢占一席之地。
 - 2) 其二，公司天生具有成为 Bigpharma 的基因。公司成长路径已经证明自己优秀的并购整合能力。从企业长期发展路径来看，未来要成为一流的全球性制药企业，一定要具有基于产业发展方向的项目筛选

和并购整合能力，复星医药在创立之初便搭建优秀的并购团队，建立起一套成熟高效的项目筛选和并购整体的体系。近期中国加入 ICH，中国整体的药品审批体系、医保支付等与国际对接，复星的中国市场嫁接国际资源的优势更加顺畅！

- 3) 其三，优秀的管理团队和人才选拔培养体系。16年中开始，复星总裁由原江苏万邦的总经理吴以芳担任，吴总从销售做起，一步步将万邦发展壮大，这与之前总裁以投资见长的情况不同。从管理上，我们认为复星医药更加具有产业管理的思维，基于复星医药的深度整合，优化资源配置，提高经营效率。
- 3、研发角度而言，公司已经在高分子生物药证明自己的龙头地位，小分在创新药和一致性评价持续突破。
 - 1) 对 CD20 靶点的生物类似药作为中国第一个以 Biosimilar 身份申请上市的生物药，已递交 CFDA 滚动申请，有望年内突破；
 - 2) 针对 HER2 靶点的生物类似药三期临床稳步推进，有望在 18 年下半年获得核心数据，申报生产。
 - 3) 随着国内细胞治疗申报和注册流程明确，公司有望在 18 年上半年完成 CD19 CAR-T 的临床申报。
 - 4) 重组人胰岛素、重组甘精胰岛素、重组赖脯胰岛素三期临床稳步推进，有望在年内获得关键数据。
 - 5) 创新生物药方面：针对 VEGFR2、EGFR、PD-1 的靶点在台湾、美国、国内同步开展临床。
 - 6) 小分子创新药方面：万格列净片、注射用 FN-1501、FCN-437c 胶囊等陆续获批临床。

盈利预测

- 考虑到费用投入的加大，我们下调公司盈利预测值 2018-2020 年净利润为 32.76/41.51/50.22 亿。考虑到公司利润结构改善带来的估值重构以及研发的收获期，给予买入评级。

风险提示

- 并购低于预期、整合低于预期。复星医药已经在并购整合方面证明了自己优秀能力，但是对于每一个并购项目而言都存在并购及整合的不确定性。
- 新产品获批低于预期：药审改革之后国内的药品审批速度大大加速，但是对于具体品种而言，仍然存在审批的不确定性。
- 产品降价。对于仿制药而言，竞争日趋激烈，在医保控费的大环境下，存在产品降价的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	12,609	14,629	18,534	21,974	25,284	29,210
增长率		16.0%	26.7%	18.6%	15.1%	15.5%
主营业务成本	-6,308	-6,718	-7,609	-8,943	-10,038	-11,479
%销售收入	50.0%	45.9%	41.1%	40.7%	39.7%	39.3%
毛利	6,301	7,910	10,925	13,030	15,246	17,730
%销售收入	50.0%	54.1%	58.9%	59.3%	60.3%	60.7%
营业税金及附加	-106	-153	-223	-220	-253	-292
%销售收入	0.8%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-2,815	-3,704	-5,791	-6,592	-7,585	-8,763
%销售收入	22.3%	25.3%	31.2%	30.0%	30.0%	30.0%
管理费用	-1,906	-2,312	-2,749	-3,450	-3,692	-4,235
%销售收入	15.1%	15.8%	14.8%	15.7%	14.6%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	1,473	1,742	2,162	2,769	3,717	4,440
%销售收入	11.7%	11.9%	11.7%	12.6%	14.7%	15.2%
财务费用	-450	-401	-555	-874	-838	-584
%销售收入	3.6%	2.7%	3.0%	4.0%	3.3%	2.0%
资产减值损失	-70	-79	-62	0	0	0
公允价值变动收益	-2	12	44	0	0	0
投资收益	2,347	2,125	2,307	2,300	2,300	2,300
%税前利润	69.6%	59.5%	56.8%	54.8%	44.4%	37.3%
营业利润	3,297	3,399	4,075	4,194	5,178	6,156
营业利润率	26.2%	23.2%	22.0%	19.1%	20.5%	21.1%
营业外收支	75	172	-13	3	3	3
税前利润	3,372	3,572	4,062	4,197	5,181	6,159
利润率	26.7%	24.4%	21.9%	19.1%	20.5%	21.1%
所得税	-501	-350	-476	-462	-570	-678
所得税率	14.9%	9.8%	11.7%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	2,871	3,221	3,585	3,736	4,611	5,482
少数股东损益	411	416	461	460	460	460
归属于母公司的净利润	2,460	2,806	3,124	3,276	4,151	5,022
净利率	19.5%	19.2%	16.9%	14.9%	16.4%	17.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,871	3,221	3,585	3,736	4,611	5,482
少数股东损益	411	416	461	460	460	460
非现金支出	720	812	1,001	1,042	1,084	1,127
非经营收益	-1,903	-1,677	-1,884	-1,280	-1,331	-1,575
营运资金变动	-74	-253	-139	407	169	-152
经营活动现金净流	1,613	2,104	2,563	3,905	4,534	4,881
资本开支	-1,214	-1,860	-2,070	-1,204	-1,100	-1,102
投资	-1,076	-575	-9,333	-1	0	0
其他	420	-12	899	2,300	2,300	2,300
投资活动现金净流	-1,870	-2,447	-10,504	1,095	1,200	1,198
股权募资	116	2,728	3,018	0	0	0
债权募资	2,004	571	8,929	-2,653	-3,539	-3,403
其他	-1,532	-1,773	-2,210	-1,795	-1,995	-1,875
筹资活动现金净流	587	1,526	9,736	-4,448	-5,534	-5,279
现金净流量	330	1,183	1,795	551	200	800

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,029	5,996	7,249	7,800	8,000	8,800
应收账款	2,348	2,621	4,206	4,323	4,836	5,587
存货	1,649	1,671	2,751	2,818	2,915	3,334
其他流动资产	300	477	851	892	932	984
流动资产	8,325	10,764	15,056	15,833	16,683	18,704
%总资产	21.8%	24.6%	24.3%	25.2%	26.2%	28.4%
长期投资	17,234	18,850	21,124	21,125	21,124	21,124
固定资产	5,765	6,305	8,316	8,191	8,018	7,896
%总资产	15.1%	14.4%	13.4%	13.0%	12.6%	12.0%
无形资产	6,562	7,144	16,776	17,070	17,263	17,363
非流动资产	29,876	33,003	46,915	47,076	47,094	47,072
%总资产	78.2%	75.4%	75.7%	74.8%	73.8%	71.6%
资产总计	38,202	43,768	61,971	62,909	63,777	65,777
短期借款	7,334	5,650	10,478	8,478	4,939	1,535
应付款项	2,467	2,799	4,735	5,183	5,836	6,698
其他流动负债	1,138	1,659	1,387	1,454	1,620	1,827
流动负债	10,939	10,109	16,600	15,115	12,395	10,060
长期贷款	1,676	2,183	5,580	5,580	5,580	5,581
其他长期负债	4,917	6,226	10,050	9,415	9,415	9,415
负债	17,532	18,517	32,230	30,110	27,390	25,056
普通股股东权益	18,182	22,190	25,327	27,924	31,053	34,927
少数股东权益	2,488	3,060	4,415	4,875	5,335	5,795
负债股东权益合计	38,202	43,768	61,971	62,909	63,777	65,777

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.063	1.162	1.252	1.313	1.664	2.013
每股净资产	7.857	9.190	10.151	11.192	12.445	13.998
每股经营现金净流	0.697	0.871	1.027	1.565	1.817	1.956
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.360	0.410	0.460
回报率						
净资产收益率	13.53%	12.64%	12.34%	11.73%	13.37%	14.38%
总资产收益率	6.44%	6.41%	5.04%	5.21%	6.51%	7.63%
投入资本收益率	3.75%	4.11%	3.60%	4.56%	6.11%	7.18%
增长率						
主营业务收入增长率	4.85%	16.02%	26.69%	18.56%	15.07%	15.52%
EBIT增长率	23.57%	18.23%	24.10%	28.07%	34.25%	19.45%
净利润增长率	16.43%	14.05%	11.36%	4.84%	26.73%	20.96%
总资产增长率	9.94%	14.57%	41.59%	1.51%	1.38%	3.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.9	46.2	51.3	53.0	51.0	51.0
存货周转天数	94.1	90.2	106.0	115.0	106.0	106.0
应付账款周转天数	52.3	54.3	64.2	64.0	64.0	64.0
固定资产周转天数	137.8	128.2	129.1	101.9	81.7	64.2
偿债能力						
净负债/股东权益	33.11%	20.50%	43.12%	31.32%	17.96%	5.73%
EBIT利息保障倍数	3.3	4.3	3.9	3.2	4.4	7.6
资产负债率	45.89%	42.31%	52.01%	47.86%	42.95%	38.09%

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	2	6	10	17	32
增持	0	0	2	7	17
中性	0	0	0	2	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.17	1.42	1.50

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	2016-09-30	买入	23.22	27.00~30.00
2	2017-01-11	买入	23.29	N/A
3	2017-03-03	买入	25.84	N/A
4	2017-03-29	买入	28.14	N/A
5	2017-04-11	买入	28.25	N/A
6	2017-04-28	买入	30.20	N/A
7	2017-08-30	买入	30.14	N/A
8	2017-09-18	买入	30.98	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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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