

## 公司研究

### 化学原料药/化学制药/医药生物

#### 美诺华 (603538)

#### ——公司迎来发展良机，业绩快速增长

主要数据(截至3月12日收盘):

当前股价	27.56 元
投资评级	增持
评级变动	首次
总股本	1.50 亿股
流通股本	0.91 亿股

#### 主要观点:

◆优质原料药供应商，向制剂领域延伸，核心产品驱动业绩快速增长。1) 国际市场优质原料药供应商，推动一体化产业链升级。公司是国内出口欧洲特色原料药品种最多的企业之一，主导产品有缬沙坦、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、培哌普利、氯吡格雷、阿哌沙班、利伐沙班、埃索美拉唑镁、盐酸度洛西汀、普瑞巴林等原料药及中间体。公司坚持“控制上游，发展下游，强力推进药品终端消费产业，大力拓展新型生物制药领域”的发展思路，采取中美、中欧双报高端仿制药的方式，实现“医药中间体、原料药和制剂”一体化产业链的升级。公司控股股东为宁波美诺华控股有限公司，实际控制人为公司董事长兼总经理姚成志。2) 核心产品驱动公司业绩快速增长。根据公司业绩预告，预计2019年年度实现归属于上市公司股东的净利润为14,000万元至15,400万元，同比增长45%到60%。主要因公司紧抓全球范围内原料药行业深度整合调整的机遇，拳头产品缬沙坦销售收入大幅增长，公司其他核心产品坎地沙坦、培哌普利、氯吡格雷等销售收入较去年同期均实现明显增长。3) 股权激励绑定核心团队利益。为吸引、留住和激励优秀人才，充分调动公司各级管理人员、核心技术人员、业务骨干的积极性，使股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，共同促进公司长远发展，2018年9月公司向200名中层管理人员及核心技术/业务骨干授予513.40万股限制性股票。4) 原料和制剂研发并进，促进产业链一体化。公司拥有浙江美诺华药物研究中心、安徽美诺华企业技术中心和燎原药业研发中心3个原料药研发机构，杭州新诺华和印度柏莱诺华2个制剂研发机构。近年，公司的研发强度基本保持稳定，2015年至2018年均在5%以上，在研项目原料药和制剂研发并进，形成“研、产、销”全产业链一体化格局。

◆原料药行业保持稳定增长，产业链议价能力提升，优秀企业迎来发展良机。1) 原料药海外市场需求坚挺。前瞻产业研究院数据显示，2014-2018年全球原料药市场规模从1,253亿美元增长至1,628亿美元，年复合增长率为6.36%，略高于同期的药品增长率。预计到2021年，全球原料药市场规模将上升到2250亿美元，年

长城国瑞证券研究所

分析师:

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号: S0200514120002

联系电话: 0592-5169085

地址: 厦门市思明区莲前西路2号  
莲富大厦17楼

长城国瑞证券有限公司



复合增长率将超过 6.5%。从世界范围来看，中国、印度、欧洲、日本和北美为全球主要原料药生产区域，受益于全球医药产业链的持续转移，中国和印度拥有全球最多原料药供应商，是全球主要的原料药出口基地。得益于全球原料药市场持续增长、API 产能由欧美国家向发展中国家持续转移，海外市场需求坚挺。近几年我国原料药出口稳定增长，根据中国化学制药工业协会数据，2018 年，我国原料药出口交货值 680.6 亿元，同比增长 9.8%，增速已连续 4 年逐年提升。2) 原料药产业链议价能力提升。近几年，受环保政策影响，2017 年，我国化学药品原料药制造固定资产投资完成额同比下降 8.67%，新建产能首次出现下滑。原料药及制剂企业数量由 2015 年 11 月底的 5065 家下降至 2018 年 11 月底的 4441 家。受环保政策的强力出清，化学药品原料药产销率 2018 年、2019Q3 开始回升。我们认为，原料药海外市场需求坚挺，国内环保政策趋严，供给侧改革产能出清，仿制药一致性评价、国家集中带量采购、原料药备案制等医药改革政策的落地，均加速了原料药产业向规模化、专业化、产品质量优质稳定、具有安全、环保保证的原料药企业的集中，同时，在产业链的重要性、议价能力将随之提升，优秀原料药企业迎来发展良机。

◆三个原料药基地扩建/新建进行时，多个产品完成全产业链布局。公司的原料药现有四大生产基地，均在安全环保规范的园区（且三个在省级化工以上园区），其中安徽美诺华和浙江美诺华供应欧洲市场，宣城美诺华和燎原药业供应美国市场。2018 年，安徽美诺华、浙江美诺华、燎原药业营业收入分别为 33,087.02 万元、32,413.80 万元、24,423.32 万元，净利润分别为 5,130.50 万元、3,000.88 万元、2,968.89 万元。为了解决产能不足的痛点，浙江美诺华、安徽美诺华、宣城美诺华原料药基地均有扩建/新建项目，其中：浙江美诺华“年产 520 吨医药原料药（东扩）一期项目”已完成部分土建工作和基础设施建设，主要生产缬沙坦、坎地沙坦酯、培哌普利叔丁胺盐等 9 个品种，项目达产后，预计年新增销售收入 6 亿元，利润 1.5 亿元；安徽美诺华是美诺华原料药生产核心基地之一，主要产品有缬沙坦、阿托伐他汀、培哌普利、文拉法新、氟苯尼考等，所有产品通过欧盟官方 GMP 认证，已成为 Novatis、Teva 和 krka 等国际知名制药公司原料药及医药中间体供应商。安徽美诺华“年产 400 吨原料药一期技改项目”土建主体封顶，项目投产后，年均销售收入 101,415 万元，年利润总额为 16,376.26 万元，将解决公司产能满负荷问题和日益严峻的环保压力；宣城美诺华“年产 1600 吨原料药项目”已竣工，部分车间投产。该项目建成后，将生产沙坦类、他汀类等 6 个品种共计 131 吨医药原料药，产值约 3.8 亿元。同时，宣城美诺华引入公司战略性合作客户



先声制药作为股东（持股 49%），促使公司提升在化学仿制药和创新药原料药领域的综合性服务能力。2）公司收购燎原药业后，对燎原药业的产品研发管线、市场规划进行了设计调整，以现有氯吡格雷为基础，转移增加阿哌沙班、利伐沙班等多个抗血栓类产品，完成氯吡格雷、培哌普利等产品从起始物料、关键中间体到原料药的产业链布局。

◆**依托原料药优势，推进原料药制剂一体化升级。**1）公司作为优质原料药企业，采取中美、中欧双报高端仿制药的方式，实现“医药中间体、原料药和制剂”一体化产业链的升级。2018 年，公司同战略合作伙伴 KRKA 成立了合资公司宁波科尔康美诺华（KRKA 持股 60%，美诺华持股 40%），希望能够把 KRKA 成熟的制剂产品转移到国内生产。目前公司全资子公司美诺华天康承接上述合资公司的制剂 CMO 业务，已完成 7 个产品的转移认证并实现商业化生产。预计到 2020 年，公司 CMO 合同定制业务等将覆盖公司现有 2 条制剂生产线共 15 亿片（粒）的产能。同时，募投项目“年产 30 亿片（粒）出口固体制剂建设项目”建设正在稳步推进，预计 2021 年正式投入生产。公司培哌普利叔丁胺片已完成 BE 试验，处于药监部门审评审批阶段；盐酸雷尼替丁胶囊已完成一致性研究，处于药监部门审评审批阶段；甲磺酸双氢麦角毒碱片、赖诺普利等产品均已取得药品批文。公司完成赖诺普利等 3 个产品的注册申报。

### 投资建议：

我们预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 1.50/1.97/2.49 亿元，EPS 分别为 1.00/ 1.31/1.66 元，当前股价对应 P/E 分别为 29/22/18 倍。目前化学原料药行业 P/E(TTM)中位数为 27 倍，考虑原料药行业在产业链议价能力提升，公司主要产品放量驱动业绩快速增长，三个原料药基地产能逐步投产，全部投产后新增产能将超过 2500 吨，产能大幅提升（2018 年公司产量为 700 吨），为公司可持续发展打下坚实的基础，可给予一定的溢价，我们首次覆盖给予其“增持”投资评级。

### 风险提示：

原料药和中间体价格波动风险；环保政策风险；汇率波动风险。



主要财务数据及预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	848.96	1211.41	1557.66	1926.95
增长率(%)	40.25%	42.69%	28.58%	23.71%
归母净利润（百万元）	96.35	150.08	196.54	248.70
增长率(%)	115.66%	55.77%	30.96%	26.54%
EPS（元）	0.65	1.00	1.31	1.66
毛利率	32.56%	33.14%	33.44%	33.57%
净资产收益率（摊薄）	8.05%	11.43%	13.41%	14.99%

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

## 目 录

<b>1 优质原料药供应商，向制剂领域延伸，核心产品驱动业绩快速增长</b> .....	<b>8</b>
1.1 国际市场优质原料供应商，推动一体化产业链升级.....	8
1.2 核心产品驱动公司业绩快速增长.....	10
1.3 股权激励绑定核心团队利益.....	12
1.4 原料和制剂研发并进，促进产业链一体化.....	13
<b>2 原料药行业保持稳定增长，产业链议价能力提升，优秀企业迎来发展良机</b> .....	<b>16</b>
2.1 原料药：连接基础化工和化学制剂的细分行业.....	16
2.2 原料药海外市场需求坚挺.....	17
2.3 原料药产业链议价能力提升.....	19
<b>3 三个原料药基地扩建/新建进行时，多个产品完成全产业链布局</b> .....	<b>21</b>
<b>4 依托原料药优势，推进原料药制剂一体化升级</b> .....	<b>25</b>
<b>5 盈利预测</b> .....	<b>26</b>

## 图目录

图 1: 公司发展历程 .....	8
图 2: 公司股权架构 (2019Q3) .....	9
图 3: 公司的主要子公司 (2018 年报, 单位: 万元) .....	10
图 4: 公司 2015-2019H1 营业收入 .....	11
图 5: 公司 2015-2019H1 归母净利润 .....	11
图 6: 公司 2015-2019H1 销售毛利率及净利率 .....	11
图 7: 公司 2015-2019H1 ROE .....	11
图 8: 2018 年公司主营产品收入构成 .....	12
图 9: 2018 年公司主营产品毛利构成 .....	12
图 10: 2017-2018 部分产品产量 (单位: 吨) .....	12
图 11: 2017-2018 部分产品销量 (单位: 吨) .....	12
图 12: 公司 2015-2019H1 研发投入及研发强度 .....	14
图 13: 化药产业价值链 .....	16
图 14: 全球医药市场规模保持稳定增长 (单位: 亿元) .....	17
图 15: 全球原料药市场规模及增速 .....	18
图 16: 2018 年全球化学原料药应用领域占比 .....	18
图 17: 全球原料药生产区域构成 .....	19
图 18: 我国原料药出口交货值及增速 .....	19
图 19: 我国医药制造业主营业务收入及增速 .....	19
图 20: 我国原料药行业主营业务收入及增速 .....	19
图 21: 化学药品原料药制造固定资产投资及增速 .....	20
图 22: 原料药和制剂生产企业家数 .....	20
图 23: 化学药品原料药产量及增速 .....	20
图 24: 化学药品原料药行业产销率 .....	20
图 25: 公司主要原料药子公司经营数据 (单位: 万元) .....	21
图 26: 宣城美诺华设计效果图 .....	24



## 表目录

表 1: 公司部分原料药、中间体和制剂产品.....	9
表 2: 2018 年激励对象名单及授予情况.....	13
表 3: 公司研发项目 2017 至 2018 年推进情况.....	14
表 4: 公司核心生产技术 .....	15
表 5: 大宗原料药、特色原料药和专利药原料药的比较.....	17
表 6: 浙江美诺华部分技术成果 .....	22
表 7: 安徽美诺华部分技术成果 .....	22
表 8: 盈利预测 (单位: 百万元) .....	26

## 1 优质原料药供应商，向制剂领域延伸，核心产品驱动业绩快速增长

### 1.1 国际市场优质原料供应商，推动一体化产业链升级

宁波美诺华药业股份有限公司（以下简称“美诺华”或“公司”）创立于2004年、2017年4月7日在上交所主板上市。公司主营医药中间体、原料药和成品药研发、中试、生产与销售，是宁波市制造业、竞争力百强企业，中国医药国际化百强企业、国际市场优质供应商与合作伙伴（60强）。公司总部设在宁波国家高新区，在安徽、浙江、上海及印度、美国等地拥有7家全资子公司、4家战略控股公司、1家中欧合资制药公司、3个原料药研发机构和2个制剂研发机构，现有员工2000余名。公司生产基地接受并通过了中国GMP认证、美国FDA认证、欧盟官方GMP认证和日本PMDA认证，是国内出口欧洲特色原料药品种最多的企业之一。公司产品涉及心血管类、中枢神经类、呼吸系统类、抗肿瘤类、抗感染类、消化系统类、抗病毒系统类等多个治疗领域，主要产品有缬沙坦、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、培哌普利、氯吡格雷、阿哌沙班、利伐沙班、埃索美拉唑镁、盐酸度洛西汀、普瑞巴林等原料药及中间体。普瑞巴林等6个产品被鉴定为国内领先或先进产品。公司坚持实施“内涵式增长、外延式拓展”发展战略，按照“现代化企业，国际化标准”要求，坚持“控制上游，发展下游，强力推进药品终端消费产业，大力拓展新型生物制药领域”的发展思路，采取中美、中欧双报高端仿制药的方式，实现“医药中间体、原料药和制剂”一体化产业链的升级。

图 1：公司发展历程

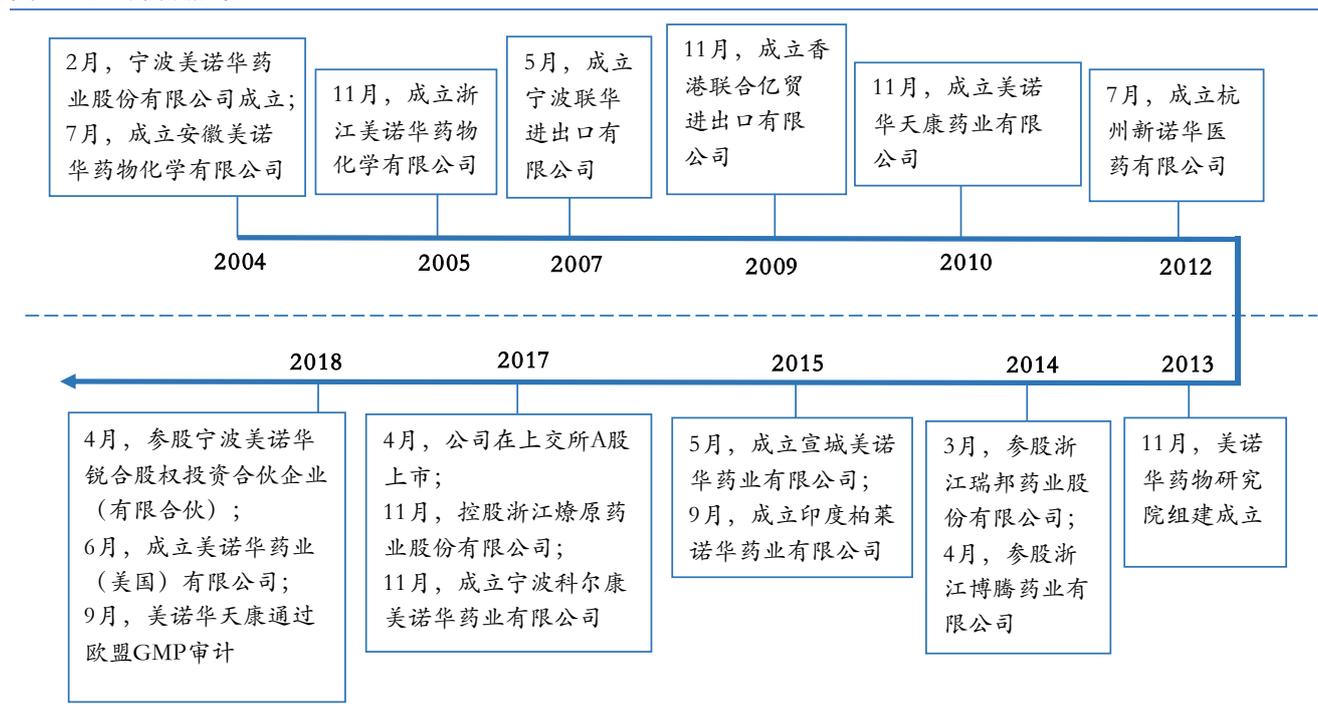


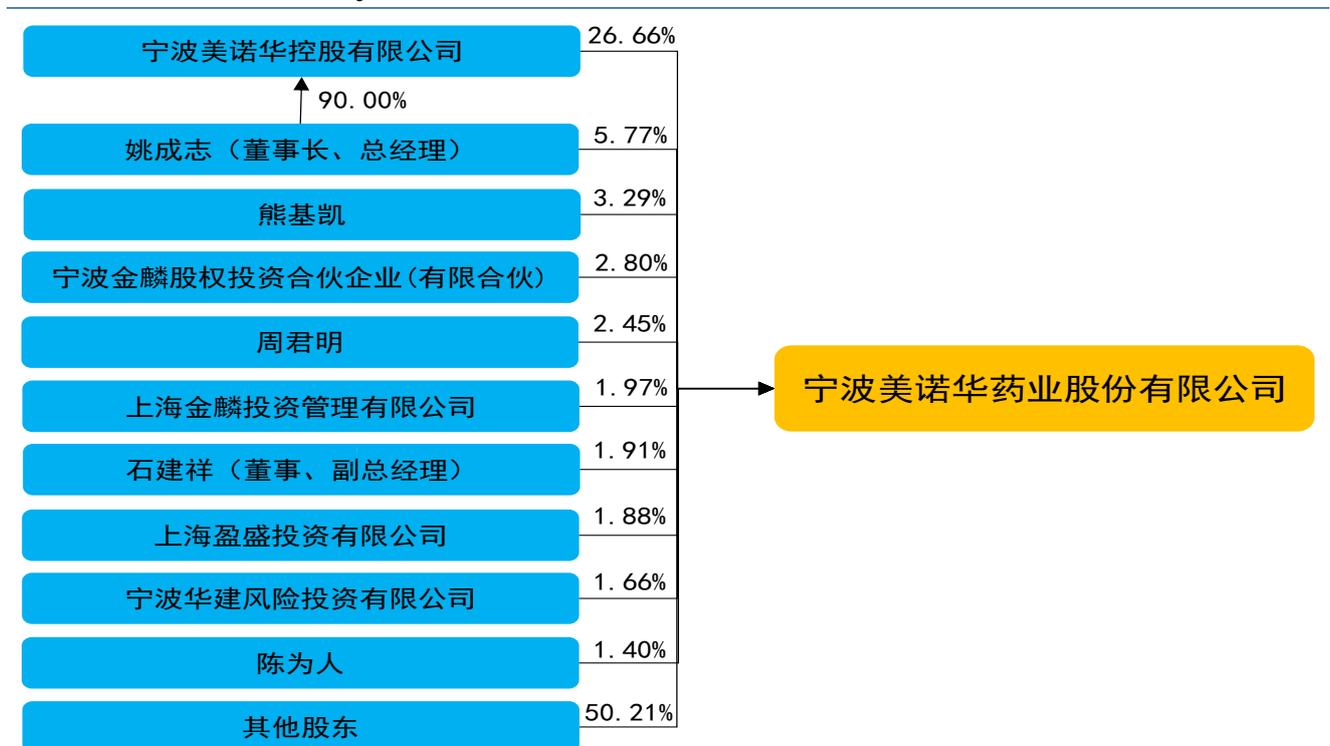
表 1：公司部分原料药、中间体和制剂产品

<b>制剂</b>	吡哌美辛胶囊 25mg、盐酸雷尼替丁胶囊 0.15g、氨茶碱片 0.1g、异烟肼片 0.1g/0.3g、三合钙咀嚼片、醋酸泼尼松片 5mg、利福平胶囊 0.3g、赖诺普利片 10mg、盐酸二甲双胍缓释片 0.5g 等
<b>原料药</b>	<b>降血压产品：</b> 缬沙坦、氯沙坦钾、坎地沙坦酯、奥美沙坦酯、培哌普利叔丁胺盐、培哌普利精氨酸盐 <b>降血脂产品：</b> 瑞舒伐他汀钙、阿托伐他汀钙三水合物 <b>抗血栓产品：</b> 氯吡格雷硫酸氢盐、阿哌沙班、利伐沙班 <b>糖尿病产品：</b> 阿格列汀苯甲酸盐、西他列汀磷酸盐、达格列净 <b>神经系统产品：</b> 盐酸文拉法辛、盐酸度洛西汀 <b>消化道肠胃产品：</b> 埃索美拉唑镁三水合物、埃索美拉唑镁二水合物、埃索美拉唑钠、埃索美拉唑镁微丸 <b>神经系统产品：</b> 普瑞巴林、加兰他敏 <b>其他：</b> 依替米贝、盐酸伊伐布雷定、达比加群酯甲磺酸盐、替格瑞洛、加兰他敏氢溴酸盐、普瑞巴林、沙芬酰胺、替诺福韦酯富马酸盐、替诺福韦艾拉酚胺、维帕他韦、索非布韦、盐酸厄洛替尼、索拉菲尼、盐酸莫西沙星、雷西纳德、氟虫腈、氟苯尼考、马波沙星、普多沙星、奥利司他微丸、盐酸文拉法辛微丸等。
<b>中间体</b>	瑞舒伐他汀钙、阿托伐他汀钙、培哌普利、伊伐布雷定、坎地沙坦、加兰他敏、缬沙坦、氯吡格雷、普瑞巴林、文拉法辛、度洛西汀、阿立哌唑、达比加群、维格列汀、达格列净等

资料来源：公司官网，产品手册，长城国瑞证券研究所

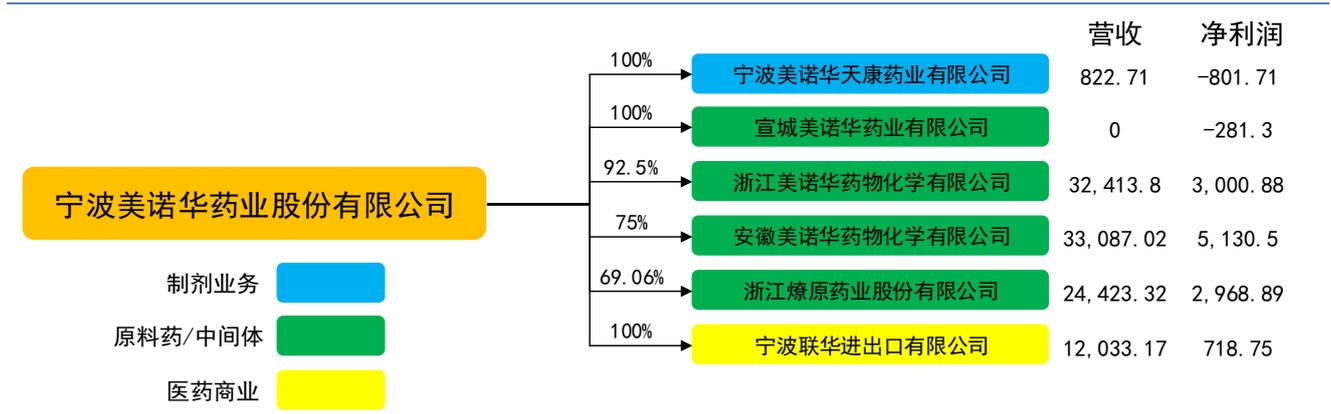
截止至 2019 年三季度末，公司前 10 大股东持股合计占比 49.79%。公司控股股东为宁波美诺华控股有限公司，实际控制人为公司董事长兼总经理姚成志。前 10 大股东中，宁波金麟股权投资合伙企业（有限合伙）基金管理人为上海金麟投资管理有限公司。

图 2：公司股权架构（2019Q3）



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 3：公司的主要子公司（2018 年报，单位：万元）



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

## 1.2 核心产品驱动公司业绩快速增长

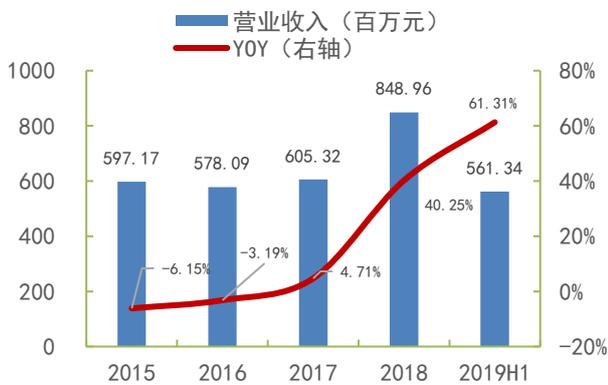
2018 年，公司实现营业收入 84,896.15 万元，同比增长 40.25%，实现归属于上市公司股东的净利润 9,634.92 万元，同比增长 115.66%。公司销售收入、净利润大幅上升，主要原因有：1) 产业结构调整 and 装备技术改造后，产能利用率提升；2) 沙坦类原料药产品受市场供需关系的影响，自 2018 年第四季度起提价幅度明显，贡献利润增加；3) 公司控股子公司燎原药业并表影响（自 2018 年 5 月 23 日起）；4) 出售参股子公司浙江博腾药业 12.5% 股权实现投资收益。剔除燎原药业并表影响，2018 年公司实现营业收入 7.24 亿元，同比增长 19.60%。

2019 年上半年，公司实现营业收入 56,133.67 万元，同比增长 61.31%。主要受以下几个因素影响：1) 燎原药业在本报告期的合并期间是完整的 2019 年 1-6 月份数据，报告期内，燎原药业实现营业收入 8,227.86 万元，而上年同期的合并期间是 2018 年 5 月 23 日至 6 月 30 日，合并销售收入 2,203.56 万元，因燎原药业在报告期内合并期间不同，影响本期销售收入同比增加 6,024.30 万元；2) 公司抓住全球范围内原料药行业深度整合调整的机遇，充分发挥美诺华高法规符合性、多生产基地产能灵活性的优势，积极做大原有产品产能，同时引入新的高附加值产品。公司优势产品氯吡格雷、培哌普利、阿托伐他汀钙、坎地沙坦的销售收入较去年同期均有明显增长；3) 在全球法规机构加大对药品质量监管力度的大背景下，美诺华充分发挥公司产品质量优势及 GMP 体系优势，快速做大公司拳头产品占领高端市场，公司缬沙坦的销售收入较上年同期增长 224%，销售毛利同比增长 685%。

根据公司业绩预告，预计 2019 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 14,000 万元至 15,400 万元，同比增长 45% 到 60%。主要因公司紧抓全球范围内原料药行业深度整合调整的机遇，充分发挥多生产基地产能配置的灵活性优势、产品质量优势和 GMP 体系优势，快速拓展公司产品市场，完善全球市场布局，除缬沙坦销售收入大幅增长外，公司其他核心产品坎地沙坦、

培哚普利、氯吡格雷等销售收入较去年同期均实现明显增长。

图 4：公司 2015-2019H1 营业收入



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 5：公司 2015-2019H1 归母净利润



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

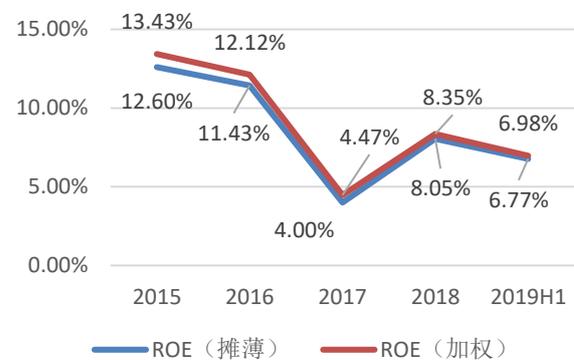
2018 年，受部分原辅材料采购价格上涨以及医药流通毛利率下降拖累，公司毛利率降低至 32.56%（同比-1.51pct）。2019H1 公司毛利率和净利率分别回升至 36.39%（同比+8.74Pct）和 16.68%（同比+2.86Pct）主要因公司产品销售单价的上升、单位成本有降和增值税税率降低共同作用所致。

图 6：公司 2015-2019H1 销售毛利率及净利率



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

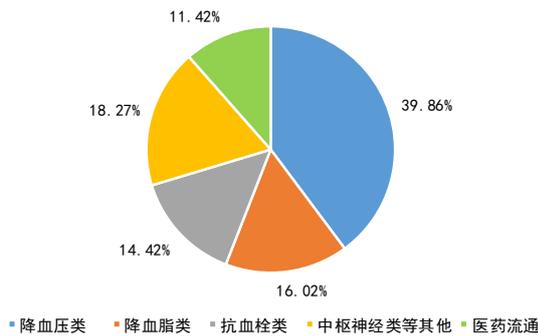
图 7：公司 2015-2019H1 ROE



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

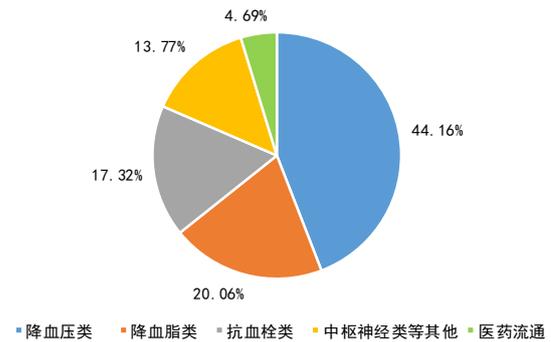
受益于市场供应短缺导致的沙坦类产品售价增加，2018 年公司降血压类的毛利率为 36.39%（同比+5.08pct），营收占比为 39.86%，贡献了 44.16%的毛利。中枢神经类中枢神经类的毛利率下调至 24.76%（同比-9.92pct），主要由上游原辅料采购价上涨所致。

图 8：2018 年公司主营产品收入构成



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

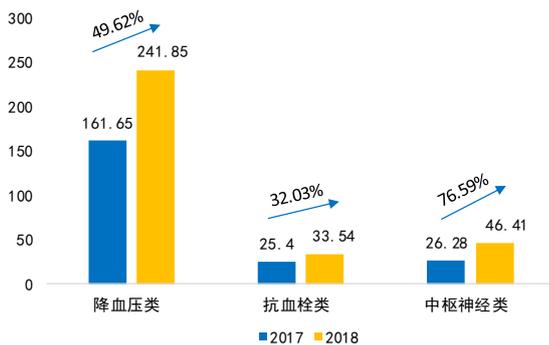
图 9：2018 年公司主营产品毛利构成



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

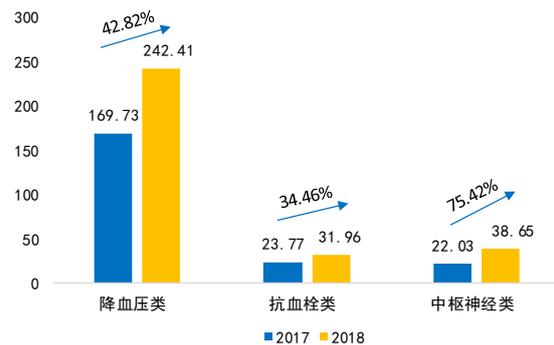
剔除燎原药业合并的影响，2018 年公司因部分沙坦类产品出现短缺，沙坦类产品销售增加，降血压类的产量和销量分别增加 49.62% 和 42.82%。由于氯吡格雷、文拉法辛订单增加，抗血栓类的产量和销量分别增加 32.03% 和 34.46%，中枢神经类的产量和销量分别增加 76.59% 和 75.42%。

图 10：2017-2018 部分产品产量（单位：吨）



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

图 11：2017-2018 部分产品销量（单位：吨）



数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

### 1.3 股权激励绑定核心团队利益

公司根据国际医药市场的特点，大力引进了国内外各类医药专业人才，组建了符合国际医药行业标准的药物研发、质量、药政注册、工艺、市场开拓、知识产权管理等专业队伍，善于把握国际医药发展趋势，储备有竞争力的项目，为公司中长期持续发展奠定基石。为吸引、留住和激励优秀人才，充分调动公司各级管理人员、核心技术人员、业务骨干的积极性，使股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，共同促进公司长远发展，2018 年 9 月公司向 200 名中层管理人员及核心技术/业务骨干授予 513.40 万股限制性股票，授予价格为每股 7.62 元，限售期为 12 个月。

表 2：2018 年激励对象名单及授予情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占授予时总股本比例
石建祥	董事、副总经理	70	12.15%	0.49%
曹倩	董事、总经理助理	20	3.47%	0.14%
孙艳	董事、董事会秘书	10	1.74%	0.07%
屠瑛	董事	7	1.22%	0.05%
吴风云	财务负责人	6.5	1.13%	0.05%
中层管理人员及核心骨干 (小计 195 人)		399.9	69.43%	2.78%
合计		513.4	89.13%	3.57%

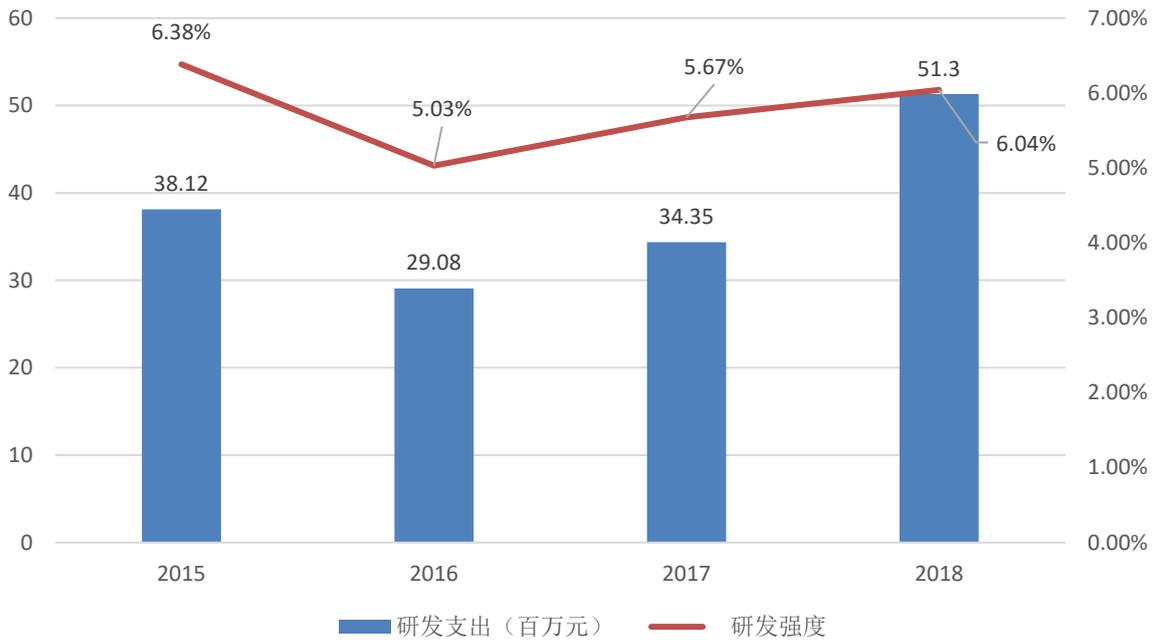
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

#### 1.4 原料和制剂研发并进，促进产业链一体化

公司自成立以来，始终坚持“立足研发、促进发展”，持续进行原料药和制剂项目的研发投入，建立较为完善的研发管理体系，配备先进的研发设备和研发精英团队。公司拥有浙江美诺华药物研究中心、安徽美诺华企业技术中心和燎原药业研发中心 3 个原料药研发机构，杭州新诺华和印度柏莱诺华 2 个制剂研发机构。浙江美诺华药物研究中心、安徽美诺华企业技术中心和燎原药业研发中心均为省级高新技术企业研发中心，浙江美诺华研究中心建有省级外国专家工作站，并引进数名绍兴“330 海外英才计划”人才加盟，安徽美诺华获得 2018 年度“国家知识产权优势企业”荣誉称号，杭州新诺华荣获“浙江省科技型中小企业”荣誉称号。截至 2019 年上半年末，公司共有研发人员 360 人，其中本科学历 190 人，硕士学历 47 人，博士学历 8 人，包括外籍研发人员 9 人。公司共有 100 项国内授权专利，积累了丰富的研发项目管理经验和项目储备，为公司产品上市和中外客户合作产品的成功申报奠定了基础。

近年，公司的研发强度基本保持稳定，2015 年至 2018 年均在 5% 以上，在研项目稳步推进。公司原料药研发围绕以下几个方面开展：一是以降低产品成本、提高可操作性、提升产品理化稳定性的目的优化产品线路；二是根据药品审评审批制度改革要求，与国内知名仿制药企业合作联合开发市场前景较好、商业价值高的制剂产品；三是整合现有原料药研发资源，启动多个产品研发注册项目，进军中欧美等药政规范市场。制剂品种主要研发方向：一是国际国内市场前沿和处于销售上升期产品；二是公司拥有的高品质原料药产品，形成“研、产、销”全产业链一体化格局，进军中国制剂市场。

图 12：公司 2015-2019H1 研发投入及研发强度



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

表 3：公司研发项目 2017 至 2018 年推进情况

研发项目 (含一致性评价项目)	2017 年		2018 年	
	研发 (注册) 所处阶段	进展情况	研发 (注册) 所处阶段	进展情况
<b>制剂项目</b>				
培哚普利片			药物研发阶段	完成药物研发
盐酸雷尼替丁胶囊	一致性评价研究阶段	启动一致性评价研究	一致性评价研究阶段	完成材料递交
异烟肼片	一致性评价研究阶段	启动一致性评价研究	一致性评价研究阶段	一致性评价研究
缬沙坦氢氯地平			临床研究准备阶段	临床前研究阶段
氯沙坦钾片	研发完成	已获临床批件	临床研究准备阶段	临床前研究阶段
富马酸替诺福韦二吡啶酯片			药物研发阶段	小试研究
瑞舒伐他汀钙片	小试阶段	完成参比制剂研究和处方工艺小试研究。	临床研究准备阶段	临床前研究阶段
甲磺酸双氢麦角毒碱片	注册申报阶段	正在准备申报注册	注册申报阶段	等待补充申请批件
赖诺普利片	注册申报阶段	完成注册申报并已通过现场核查。CDE 审评中	注册申报阶段	完成注册申报
埃索美拉唑肠溶胶囊	工艺验证阶段	完成工艺验证	药物研发阶段	工艺研究

盐酸二甲双胍缓释片	注册申报阶段	完成注册申报并已通过现场核查。CDE 审评中		临床研究准备阶段	取得临床批件
<b>原料药</b>					
埃索美拉唑三水				注册阶段	取得欧盟 CEP 证书、注册材料递交中国 CDE
缬沙坦新工艺	小试阶段	小试研发		注册阶段	通过中国 CDE 技术审批，注册材料递交 EDQM、FDA
瑞舒伐他汀钙新工艺	小试阶段	小试研发		注册阶段	注册材料递交 EDQM、FDA
氯吡格雷新工艺				注册阶段	已在中国 CDE 登记
阿托伐他汀钙新工艺				注册阶段	注册材料递交 EDQ
维格列汀	小试阶段	小试补充研究		注册阶段	已在中国
培哌普利叔丁胺新工艺	研发阶段	已完成研发		注册阶段	已在中国 CDE 登记

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

公司在多年的原料药研发和制造实践中，坚持以“质量源于设计”为理念，采用合理的科学方法和质量风险管理手段，对产品、制造过程和控制过程进行深入理解，并结合原料药品型和制造方法知识产权状况，进行制造工艺设计，取得了多项先进的制造工艺技术，包括手性技术、沙坦类四氮唑制造技术、特定制造装置和微反应器等。

表 4：公司核心生产技术

序号	技术名称	技术描述	产品	
1	手性技术*	不对称氢化技术	采用金属催化加氢氢化和转移氢化，产生特定手性构型	培哌普利
		酶手性转化技术	采用特定酶将羰基转换成手性羟基	阿伐他汀
		不对称拆分技术	采用拆分剂拆分出特定手性构型	埃索美拉唑
2	沙坦类四氮唑制造技术	使用绿色新型叠氮有机胺替代传统有机叠氮锡制备四氮唑	氯沙坦、缬沙坦	
3	特定制造装置	根据特定反应类型和后处理过程，设计符合实际工艺要求的制造装置，实现工艺技术与制造设备相匹配	缬沙坦、埃索美拉唑、瑞舒伐他汀、培哌普利、氯吡格雷	
4	微反应器	微反应器是一种使用微通道的连续反应装置，应用该反应装置可以达到提高收率、降低操作难度和提高安全性的目的	文拉法辛	

资料来源：招股说明书，长城国瑞证券研究所

说明：\*手性技术指在合成过程中通过立体选择性控制构建或消旋体手性分离的方式制备具有单一构型的高光学纯度药物。

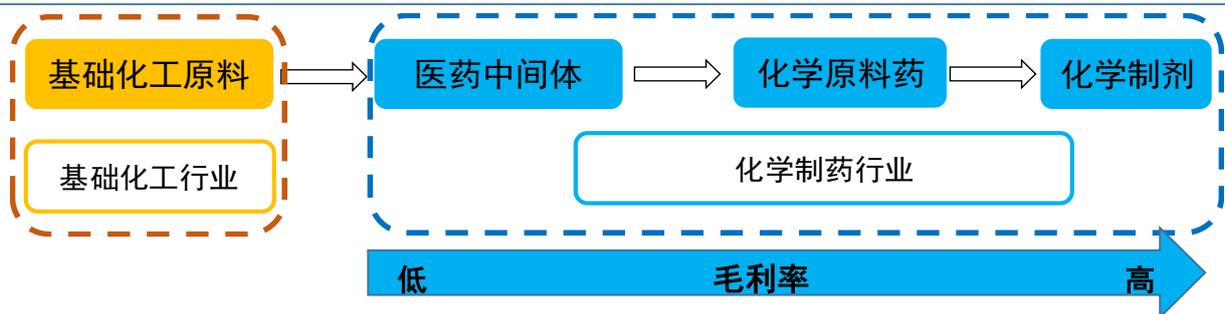
## 2 原料药行业保持稳定增长，产业链议价能力提升，优秀企业迎来发展良机

### 2.1 原料药：连接基础化工和化学制剂的细分行业

原料药（API, Active Pharmaceutical Ingredients），又称活性药物成份，通常由化学合成、植物提取或者生物技术所制备，但仍需经过添加辅料等环节进一步加工成药物制剂后，患者才能服用。医药中间体则是生产原料药过程中的中间产品，是指原料药工艺步骤中产生的、必须经过进一步分子变化或精制才能成为原料药的物料。

化学原料药的上游产业是基础化工行业，原料药行业对上游原料有着较强的依赖性，上游产品的价格变动直接影响原料药行业的销售价格和利润。化学原料药的下游是化学制剂，由于社会的发展及老龄化趋势，人们对化学药物制剂的总体需求是持续增加的，这为化学原料药的消费也提供了间接的需求保证。一般而言，化学制药行业的毛利率呈现从上游到下游递增的趋势，原料药的毛利率低于化学制剂而高于中间体，越靠近下游原料药，中间体的毛利率越高。

图 13：化药产业价值链



资料来源：天宇药业招股说明书，长城国瑞证券研究所

按照产品种类，化药原料药可划分为三大类。

1) **大宗原料药**：市场需求相对稳定、应用较为普遍、规模较大的传统药品的原料药，如青霉素、扑热息痛、阿司匹林、布洛芬、维生素类等。一般而言，大宗原料药各厂商的生产工艺、技术水平差别并不明显，生产成本控制是其竞争的主要手段，毛利率相对较低，产品价格则随市场供需变化呈现周期性波动。2) **特色原料药**：为特定药品生产的原料药，一般是指及时供给仿制药厂商仿制生产专利过期或即将过期药品所需的原料药。特色原料药市场容量相对大宗原料药而言较小，毛利率较高。3) **专利药原料药**：用于制造专利药（原研药、创新药）的原料药，主要是满足原创跨国制药公司及新兴生物制药公司的创新药在药品临床研究、注册审批及商业化销售各阶段所需，其中也包含用于生产该原料药但需要在法规当局监管下的高级中间体。

表 5：大宗原料药、特色原料药和专利药原料药的比较

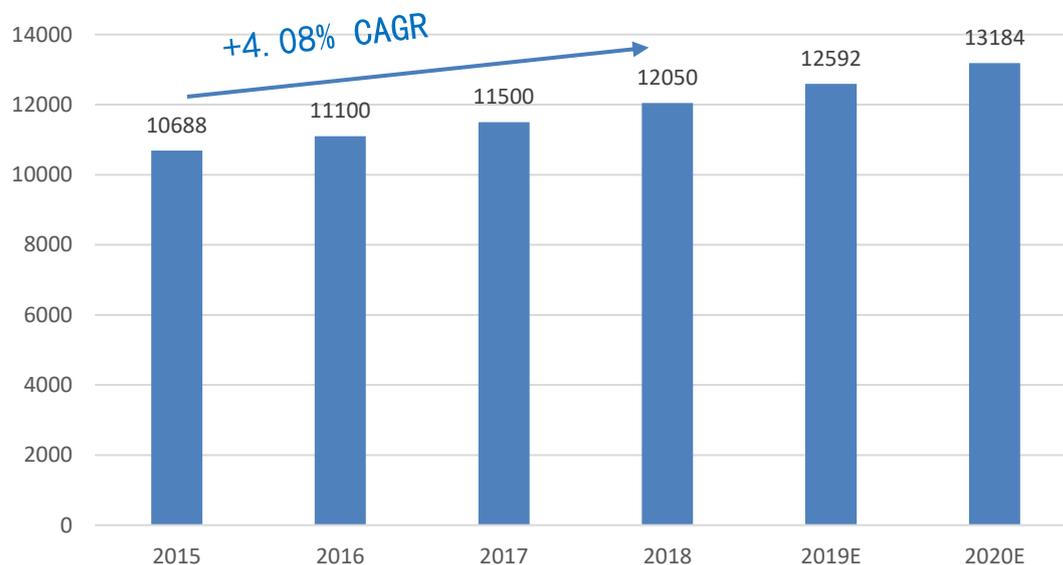
业务模式	特点	客户关注点
大宗原料药	自产自销	已经上市多年、需求量较大、市场竞争较为激烈，主要是抗生素、维生素、解热镇痛类品种
特色原料药	自产自销	市场上已在销售药物专利到期前 5-6 年介入研发，主要目标客户为仿制药公司
专利药原料药	合同定制/ 自行生产	主要与原创跨国制药公司及生物制药公司合作，在新药 1、2、3 期临床阶段介入医药活性成份技术开发及制造，含生产定制和研发定制

资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

## 2.2 原料药海外市场需求坚挺

**全球医药市场规模保持稳定增长。**随着世界经济发展、人口总量增长、人口老龄化程度提高以及各国医疗保障体制的不断完善，全球药品市场呈持续增长趋势。根据 IGVIA 的数据，2015-2018 年全球药品销售总额从 10,688 亿美元增长至 12,050 亿美元，年复合增长率为 4.08%，。预计 2019-2020 年间年均复合增长率为 4.60%，2020 年全球药品销售规模有望达到 13,184 亿美元。

图 14：全球医药市场规模保持稳定增长（单位：亿元）



资料来源：IGVIA，长城国瑞证券研究所

**全球药品市场扩容带动原料药市场规模增长。**作为终端药品的上游行业，原料药行业的发展与制药行业的发展保持同步。前瞻产业研究院数据显示 2014-2018 年全球原料药市场规模从 1,253 亿美元增长至 1,628 亿美元，年复合增长率为 6.36%，略高于同期的药品增长率。预计到 2021 年，全球原料药市场规模将上升到 2250 亿美元，年复合增长率将超过 6.5%。从疾病应用

领域看，心血管、糖尿病、中枢神经等慢病疾病和肿瘤由于发病率升高和患病群体不断增大，和制剂端增长趋势一致，同时心脑血管、抗感染、抗肿瘤等领域新药的不断推出也使得对专利原料药的需求不断增长。2018年，全球化学原料药主要应用领域为心血管疾病，占比为23.30%；其次为内分泌科，占比为15.30%；排位第三的是中枢神经疾病，占比为14.40%。

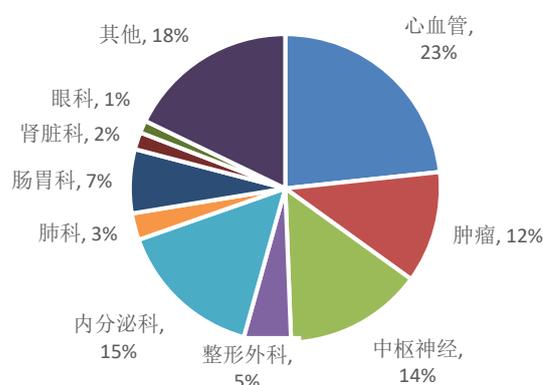
目前全球主要的化学原料药生产区域包括制药工业发展时间最长的北美、西欧，以及亚洲地区的中国、印度和日本。其中北美以进口为主，日本绝大部分供应本土制剂企业，而西欧、中国、印度都是主要化学原料药出口基地。

图 15：全球原料药市场规模及增速



数据来源：前瞻产业研究院、长城国瑞证券研究所

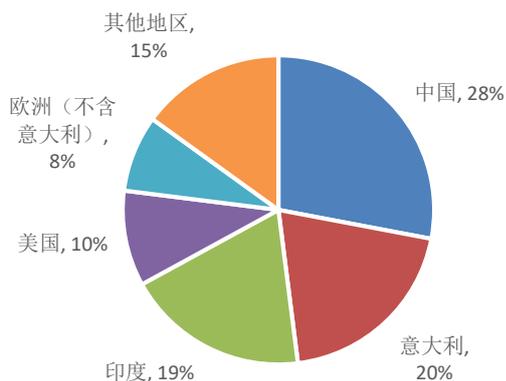
图 16：2018 年全球化学原料药应用领域占比



数据来源：前瞻产业研究院、长城国瑞证券研究所

**原料药生产向中印转移，海外市场需求坚挺。**从世界范围来看，中国、印度、欧洲、日本和北美为全球主要原料药生产区域，受益于全球医药产业链的持续转移，中国和印度拥有全球最多原料药供应商，是全球主要的原料药出口基地。中印生产了全球超过五成的原料药产品，但以仿制药原料药（包括特色原料药和大宗原料药）为主。印度由于语言和技术优势，成为过去十年原料药产能转移的最大受益者。但印度相较中国，在专利保护、生产环境等方面有先天不足，并且印度的部分关键药品及中间体等严重依赖中国进口，中国凭借更为成熟的基础工业体系、成本优势以及发酵类产品优势，正在技术、产品质量体系和 EDMF（欧洲药物管理档案）认证等方面快速追赶印度。得益于全球原料药市场持续增长、API 产能由欧美国家向发展中国家持续转移，海外市场需求坚挺。近几年我国原料药出口稳定增长，根据中国化学制药工业协会数据，2018年，出口交货值 680.6 亿元，同比增长 9.8%，增速已连续 4 年逐年提升。

图 17: 全球原料药生产区域构成



数据来源: 要素网、长城国瑞证券研究所

图 18: 我国原料药出口交货值及增速



数据来源: 中国化学制药工业协会、长城国瑞证券研究所

说明: 增速按可比口径计算, 不能直接相比计算增速

### 2.3 原料药产业链议价能力提升

我国规模以上医药制造企业主营业务收入 2019 年达到 23,908.60 亿元, 增速中枢随着经济增速的下滑也不断下移, 2019 年同比增长 7.40%, 但仍超过同期 GDP 增长率。鉴于我国人口增长, 老龄化进程加快, 医保体系不断健全, 居民支付能力增强, 居民对医疗保健的需求有待进一步释放, 我们认为医药行业收入增速将长期高于 GDP 增速。我国是原料药生产大国, 根据中国化学制药工业协会数据, 2018 年, 我国以原料药生产为主的企业主营业务收入 3843.3 亿元, 同比增长 10.4%。

图 19: 我国医药制造业主营业务收入及增速



数据来源: 中国化学制药工业协会、长城国瑞证券研究所

说明: 增速按可比口径计算, 不能直接相比计算增速

图 20: 我国原料药行业主营业务收入及增速



数据来源: 中国化学制药工业协会、长城国瑞证券研究所

说明: 增速按可比口径计算, 不能直接相比计算增速

近几年, 我国对环保的要求趋严, 化学原料药及中间体制造企业受到严格监管, 国家对新

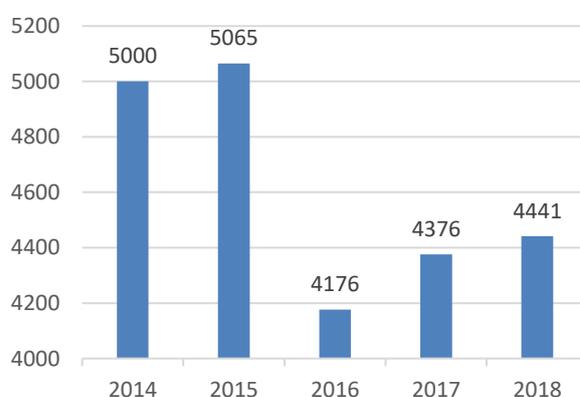
增原料药产能建设的审批更加严格,环保不达标的存量企业被责令整改甚至关停。2017年,我国化学药品原料药制造固定资产投资完成额同比下降 8.67%,新建产能首次出现下滑。原料药及制剂企业数量由 2015 年 11 月底的 5065 家下降至 2018 年 11 月底的 4441 家。受环保政策的强力出清,化学药品原料药产销率 2018 年、2019Q3 开始回升。我们认为,原料药海外市场需求坚挺,国内环保政策趋严,供给侧改革产能出清,仿制药一致性评价、国家集中带量采购、原料药备案制等医药改革政策的落地,均加速了原料药产业向规模化、专业化、产品质量优质稳定、具有安全、环保保证的原料药企业的集中,同时,在产业链的重要性、议价能力将随之提升,优秀原料药企业迎来发展良机。

图 21: 化学药品原料药制造固定资产投资及增速



数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所

图 22: 原料药和制剂生产企业家数



数据来源: NMPA、长城国瑞证券研究所  
说明: 2015-2018 均为截止当年 11 月底的数据

图 23: 化学药品原料药产量及增速



数据来源: 华经产业研究院、长城国瑞证券研究所

图 24: 化学药品原料药行业产销率

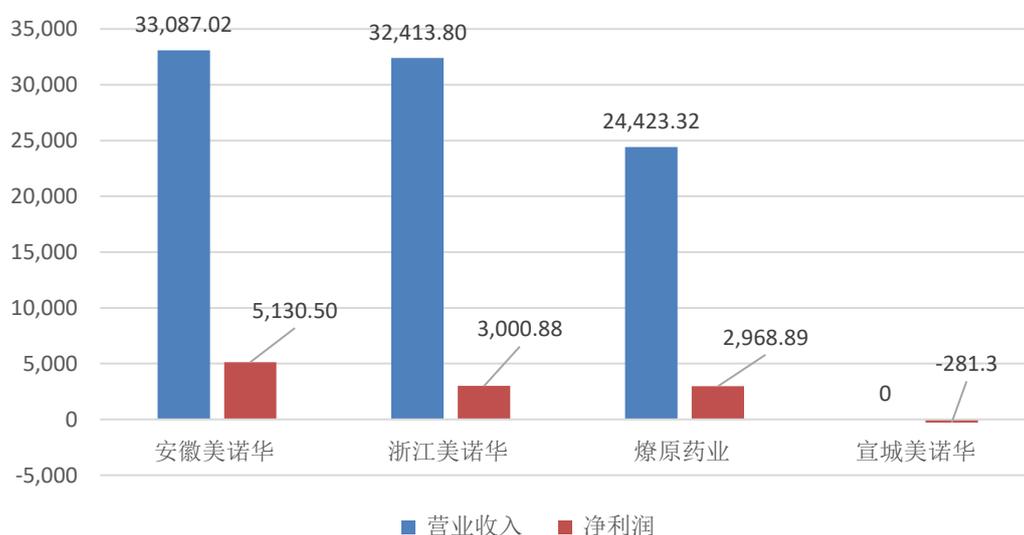


数据来源: 华经产业研究院、长城国瑞证券研究所

### 3 三个原料药基地扩建/新建进行时，多个产品完成全产业链布局

公司的原料药现有四大生产基地，均在安全环保规范的园区(且三个在省级化工以上园区)。其中安徽美诺华和浙江美诺华供应欧洲市场，宣城美诺华和燎原药业供应美国市场。2018年，安徽美诺华、浙江美诺华、燎原药业营业收入分别为33,087.02、32,413.80、24,423.32万元，净利润5,130.50、3,000.88、2,968.89万元。为了解决产能不足的痛点，浙江美诺华、安徽美诺华、宣城美诺华原料药基地均有扩建/新建项目，分别为浙江美诺华“年产520吨医药原料药(东扩)一期项目”、安徽美诺华“年产400吨原料药技改项目一期”和宣城美诺华“年产1600吨原料药一期项目”。

图 25：公司主要原料药子公司经营数据（单位：万元）



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

#### ①浙江美诺华

浙江美诺华成立于2005年11月，是国家重点扶持高新技术企业，位于浙江杭州湾上虞经济技术开发区（国家级），地处上海、杭州、宁波三大城市圈中心位置，紧邻嘉绍跨江大桥，是美诺华原料药生产核心基地之一。公司持有浙江美诺华92.5%的股份，其余7.5%股份由KRKA持有。

浙江美诺华为改变现有产能饱和的现状，扩大生产规模，提升安全环保质量等方面的硬件水平和管理水平，投资3.5亿元新建“年产520吨医药原料药（东扩）一期项目”，建设期24个月，目前，已完成部分土建工作和基础设施建设。该项目将形成年产520吨医药原料药的生产能力，主要生产缬沙坦、坎地沙坦酯、培哌普利叔丁胺盐等9个品种。项目达产后，预计年新增销售收入6亿元，利润1.5亿元。

表 6：浙江美诺华部分技术成果

序号	项目名称	科技荣誉	发证时间
1	氯沙坦钾	浙江省科学技术成果	2012.1
2	缬沙坦	浙江省科学技术成果	2012.1
3	厄贝沙坦	浙江省科学技术成果	2012.1
4	氯吡格雷	浙江省科学技术成果	2012.1
5	心脑血管用药缬沙坦	国家火炬计划产业化示范项目	2012.5
6	瑞舒伐他汀钙	浙江省科学技术成果	2013.12
7	阿托伐他汀钙三水合物	浙江省科学技术成果	2013.12
8	文拉法辛盐酸盐	浙江省科学技术成果	2013.12
9	培哌普利叔丁胺盐	浙江省科学技术成果	2013.12
10	埃索美拉唑镁二水合物	浙江省科学技术成果	2013.12
11	坎地沙坦酯	浙江省科学技术成果	2013.12

资料来源：招股说明书，长城国瑞证券研究所

## ②安徽美诺华

安徽美诺华药物化学有限公司坐落在安徽省东南部的苏浙皖三省交界处，东临杭嘉湖、北倚苏锡常的安徽广德经济技术开发区内，是国家重点扶持高新技术企业。安徽美诺华始建于2004年7月，是美诺华原料药生产核心基地之一，拥有自营进出口权，以生产高附加值、高技术含量、高知识产权壁垒的原料药和中间体为主，主要产品有缬沙坦、阿托伐他汀、培哌普利、文拉法新、氟苯尼考等，所有产品通过欧盟官方GMP认证，已成为Novatis、Teva和krka等国际知名制药公司原料药及医药中间体供应商。

公司持有安徽美诺华92.5%的股份（其中通过香港联合亿贸进出口有限公司间接持股17.50%），其余7.5%股份由公司战略客户KRKA持有。

2017年8月18日，公司董事会审议通过了《关于子公司安徽美诺华药物化学有限公司建设年产400吨原料药一期技改项目议案》，一期技改项目计划投资1.63亿元，建设期24个月。该项目主要产品为：I、心脑血管类原料药：缬沙坦、替米沙坦、坎地沙坦、阿托伐他汀、瑞舒伐他汀、依法布雷定、加兰他敏；II、动物保健类原料药：氟苯尼考、马波沙星、氟虫腓。项目投产后，年均销售收入101,415万元，年利润总额为16,376.26万元，将解决公司产能满负荷问题和日益严峻的环保压力，并为安徽美诺华产能提升、转型升级、可持续发展打下坚实的基础。目前，该项目一期技改项目土建主体封顶。

表 7：安徽美诺华部分技术成果

序号	项目名称	科技荣誉	发证时间
1	奥氮平	安徽省2012年度重点新产品	2012.6
2	培哌普利	安徽省高新技术产品	2012.12
3	S-奥美拉唑及其盐生产工艺的改进	安徽省科学技术三等奖	2014.1

4	医药中间体阿托伐他汀-10	安徽省 2014 年度重点新产品	2014.5
---	---------------	------------------	--------

资料来源：招股说明书，长城国瑞证券研究所

### ③宣城美诺华

宣城美诺华为公司 2015 年 3 月新设的子公司，规划总用地面积约 15 万平方米（约 227 亩），总建筑面积约 11 万平方米，并作为主体实施建设“年产 1600 吨原料药项目”，拟投资 8 亿元人民币。项目分期实施，一期项目投资规模原定为 3,500 万元，后期投入情况将根据外部市场变化和产品定位情况逐步增加，项目一期占地 112 亩，总建筑面积约 5.2 万平方米。一期项目建成后，将生产沙坦类、他汀类等 6 个品种共计 131 吨医药原料药，产值约 3.8 亿元。公司于 2017 年 6 月、2019 年 7 月分两次增加一期项目的投资规模，目前投资规模增加至 3.94 亿元。宣城美诺华主要生产高附加值、高技术含量的原料药，主销欧美规范市场。目前，“年产 1600 吨原料药项目”已竣工，部分车间投产。

2019 年 8 月，宣城美诺华通过增资方式引入公司战略合作客户先声制药作为股东，增资完成后，宣城美诺华的注册资本将由 10,000 万元增加至 19,607.85 万元。其中，美诺华出资额为人民币 10,000 万元，占注册资本的 51%，先声制药出资额为 9,607.85 万元，占注册资本的 49%。宣城美诺华引进战略合作客户先声药业，对公司来说具有重大战略意义：一方面为公司拓展了国内大客户，加速了公司在中国市场的拓展，以实现美诺华原料药业务中外市场齐头并进发展；建立了长期稳定的业务合作关系，为公司后续规模化生产提供了可持续成长的动力；同时，和先声制药战略合作探索发展了新的业务模式，将促使公司提升在化学仿制药和创新药原料药领域的综合性服务能力，为拓展更多仿制药和创新药的国内外客户提供支持。

2020 年 2 月 10 日，为进一步践行与先声制药的战略合作，丰富公司原料药产品管线，宣城美诺华与先声制药签订了《项目合作协议书》，推进盐酸阿比多尔原料药的联合研发和生产进度。

图 26：宣城美诺华设计效果图



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

#### ④ 燎原药业

燎原药业创建于 1994 年，2018 年 5 月被美诺华收购（目前持股比例 84.57%），是国际上噻吩衍生物最大规格生产厂家，主要生产抗凝血、抗抑郁及心血管类药物的原料药和中间体，位于中国浙江省临海市头门港经济开发区（浙江省化学原料药基地临海园区）。燎原药业注册资本 2810.9 万元，占地面积约 186 亩，建筑面积约 4.1 万平方米。现有职工 500 多人，其中大专及以上学历占 35%，销售网络已分布全球，产品主要销往欧美、日本、印度、南美等国家或地区，主导产品市场占有率居同行业前列。稳步发展中的燎原药业十分重视科技研发，企业每年投入大量的资金用于新产品研发和原有产品的技术革新，并已建立了一支比较完备的医药原料产品研发队伍，建设有“燎原药业化学合成药省级高新技术企业研究开发中心”。燎原药业产品在生产工艺等方面均具有较强的创新力，公司拥有已授权专利 5 项，竞争优势显著。

美诺华根据市场资源、市场竞争态势等情况综合评估确定品种策略。一方面，现有产品的上游可通过自建、参股或控股等方式来实现中间体到原料药的布局。另一方面，对于未来的新品种开发，公司均会从中间体切入研发，掌握中间体的核心工艺技术，至于采取委托生产还是自行组织生产，美诺华根据具体情况安排，确保核心品种的市场定位。公司收购燎原药业后，对燎原药业的产品研发管线、市场规划进行了设计调整，以现有氯吡格雷为基础，转移增加阿哌沙班、利伐沙班等多个抗血栓类产品，完成氯吡格雷、培哚普利等产品从起始物料、关键中间体到原料药的产业链布局。

## 4 依托原料药优势，推进原料药制剂一体化升级

随着国家医保控费、带量采购政策试行落地，药品的成本管控能力逐渐成为医药企业的重要竞争因素，原料药成本是制剂成本的重要组成部分，原料药行业的产业链地位因此明显得到提升。美诺华长期为欧盟等规范市场提供医药原料药，近年来公司致力于“医药中间体、原料药和制剂”一体化产业链升级，并具备了一定的优势。

公司作为优质原料药企业，采取中美、中欧双报高端仿制药的方式，实现“医药中间体、原料药和制剂”一体化产业链的升级。原料药制剂一体化难度主要集中于技术研发、生产能力、市场能力三方面。技术研发方面，公司制剂研发采用自主研发、合作研发并行的研发实施思路，以中欧同步、中美同步产品市场为目标，开展制剂发展的产品管线布局；生产方面，公司在与重要客户的战略合作中，通过技术转移积累构建自有的研发技术能力、通过 CMO（合同生产外包）加工逐步提高制剂生产能力，这都将极大地缩短公司自我摸索的时间和进程；市场能力方面，国内集中采购制度打破原有的制剂销售壁垒，这对公司一体化目标具有积极意义。

公司制剂产品主要围绕现有原料药产品以及正在研发或验证的原料药产品，集中于慢病领域，以发挥一体化优势。公司已在慢病管理的心血管领域积累了丰富的产品组合，先以原有技术切入市场、打开市场，对于部分市场竞争较大的产品，进行二次技术攻关以提升竞争力。

2018 年，公司同战略合作伙伴 KRKA 成立了合资公司宁波科尔康美诺华（KRKA 持股 60%，美诺华持股 40%），希望能够把 KRKA 成熟的制剂产品转移到国内生产，并加速提升公司制剂的生产、销售、研发能力。目前公司全资子公司美诺华天康承接上述合资公司的制剂 CMO 业务，已完成 7 个产品的转移认证并实现商业化生产。预计 2020 年，CMO 合同定制业务等将覆盖公司现有 2 条制剂生产线共 15 亿片（粒）的产能。同时，募投项目“年产 30 亿片（粒）出口固体制剂建设项目”建设正在稳步推进，预计 2021 年正式投入生产。

公司培哌普利叔丁胺片已完成 BE 试验，处于药监部门审评审批阶段；盐酸雷尼替丁胶囊已完成一致性研究，处于药监部门审评审批阶段；甲磺酸双氢麦角毒碱片、赖诺普利等产品均已取得药品批文。公司完成赖诺普利等 3 个产品的注册申报，其中赖诺普利片获得《药品补充申请批件》；盐酸二甲双胍缓释片取得临床批件；缬沙坦氨氯地平片等三个产品完成工艺研究；盐酸雷尼替丁胶囊和异烟肼片完成一致性评价研究工作，其中盐酸雷尼替丁胶囊已递交一致性评价注册资料。公司在大力开展制剂 CMO 委托生产业务的基础上加大自有制剂产品的研发和注册投入。

## 5 盈利预测

表 8：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	848.96	1211.41	1557.66	1926.95	货币资金	369.95	443.80	570.64	705.93
减:营业成本	572.50	809.92	1036.78	1280.08	应收和预付款项	184.43	209.75	296.96	329.81
营业税金及附加	9.56	12.11	15.58	19.27	存货	299.00	331.14	475.51	520.44
营业费用	18.87	20.59	26.48	32.76	其他流动资产	219.75	219.75	219.75	219.75
管理费用	109.40	119.57	152.65	190.19	长期股权投资	113.89	111.89	109.89	107.89
研发费用	40.33	57.55	74.00	91.54	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	11.05	18.28	12.34	4.29	固定资产和在建工程	686.48	632.93	527.09	421.25
资产减值损失	7.85	0.50	0.50	0.50	无形资产和开发支出	175.42	206.08	185.74	165.41
投资收益	28.31	-2.00	-2.00	-2.00	其他非流动资产	222.16	98.34	97.24	97.24
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	2271.08	2253.68	2482.83	2567.71
其他经营损益	4.86	8.00	8.00	8.00					
营业利润	152.89	236.44	319.34	405.86					
其他非经营损益	-5.80	20.00	15.00	15.00	短期借款	427.95	322.31	256.73	77.38
利润总额	147.09	256.44	334.34	420.86	应付和预收款项	265.18	347.36	470.41	517.39
所得税	1.70	34.15	44.60	56.32	长期借款	107.91	107.91	107.91	107.91
净利润	145.39	222.29	289.74	364.54	其他负债	129.88	4.85	4.85	4.85
少数股东损益	8.71	14.66	19.20	24.30	负债合计	930.92	782.42	839.89	707.53
归母净利润	96.35	150.08	196.54	248.70	股本	149.13	149.13	149.13	149.13
					资本公积	480.68	480.68	480.68	480.68
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	留存收益	564.61	683.77	836.25	1029.19
经营活动现金流	46.60	279.75	242.38	368.23	归母股东权益	1197.15	1313.59	1466.07	1659.01
投资活动现金流	-326.21	16.60	12.45	12.45	少数股东权益	143.01	157.67	176.87	201.17
融资活动现金流	384.00	-163.57	-127.98	-245.39	股东权益合计	1340.16	1471.26	1642.94	1860.18
现金流量净额	102.84	132.78	126.85	135.29	负债和股东权益	2271.08	2253.68	2482.83	2567.71

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20% 以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。