

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年04月16日
市场数据

目前股价	7.89
总市值（亿元）	128.67
流通市值（亿元）	128.67
总股本（万股）	163,080
流通股本（万股）	163,080
12个月最高/最低	10.73/3.96

分析师

分析师：赵浩然 S1070515110002

☎ 0755-83511405

✉ zhaohaoran@cgws.com

联系人（研究助理）：谢欣迦

S1070118090028

☎ 0755-83660814

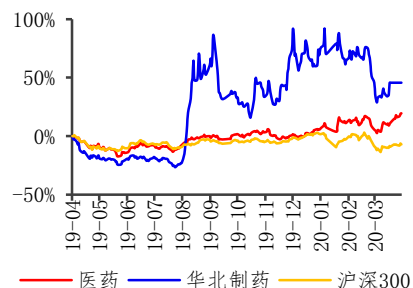
✉ xiexinru@cgws.com

联系人（研究助理）：谭竞杰

S1070118070038

☎ 0755-83516207

✉ tanjingjie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<制剂占比持续提高，研发捷报连连不断>>

2016-08-22

<<经营没那么糟糕，发债改善财务结构>>

2016-04-18

<<收入内部分化，盈利持续提升>>

2016-03-20

理顺利益加速发展，疫苗+新药双翼齐飞

——华北制药（600812）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9214	10881	12283	13924	15843
(+/-%)	19.5%	18.1%	12.9%	13.4%	13.8%
净利润	151	153	276	393	492
(+/-%)	703.0%	1.9%	79.6%	42.6%	25.2%
摊薄 EPS	0.09	0.09	0.17	0.24	0.30
PE	85	84	47	33	26

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 理顺股东利益，推动集团整体上市，奠定后续深入改革基础

4月2日，华北制药公布拟通过发行股份及支付现金方式收购华药集团的爱诺公司51%股权、动保公司100%股权和华北牌系列商标资产。

收购完成后，进一步推动集团与上市公司医药业务和相关资产的资源整合，实现华药集团整体上市，增厚上市公司业绩（2019年上市公司支付商标使用费约0.62亿）。

公司此前持续推进子公司混合所有制改革，如华维公司引入战略投资者、华坤公司列入河北省员工持股试点企业等，2020年3月河北省国资委印发《河北省国资委授权放权清单（2020年版）》，或将进一步加快国资体制改革、加快国企机制改革，理顺股东利益为后续进一步推进改革奠定基础。

■ 步入新发展，制剂占比持续提升，疫苗业务大放异彩

公司在发展过程中不断优化产品结构，制剂占比持续提升，2019年化学制剂药收入达到59.09亿，生物药收入13.78亿，制剂业务合计收入占比约为66.97%，13个制剂品种全年收入过亿，实现了整体业务由原料药向制剂的转变。

旗下全资子公司金坦生物技术股份有限公司，拥有吉赛欣(rhG-CSF)、吉姆欣(rhGM-CSF)、济脉欣(rhEPO)和重组乙型肝炎疫苗(CHO细胞)等系列基因工程药物。2019年实现营业收入13.74亿，实现净利润3.71亿，其中核心品种乙肝疫苗收入突破10亿元，同比增长57.33%。

公司依托国家级企业技术中心—华北制药集团新药研究中心，技术实力雄厚，与国内数家科研机构开展多项合作，持续丰富产品线。

■ 研发创新，生物药进入收获期，提升整体盈利水平

公司是我国最早进入生物制药领域的制药企业之一，拥有微生物药物国家工程研究中心、抗体药物研制国家重点实验室、抗生素酶催化与结晶技术国家地方联合工程实验室三个高端研发平台，在基因克隆筛选、高效表达、大规模培养、蛋白质分离纯化、质量研究及检测分析等方面拥有完善的技术和设备体系，形成了持续的创新与新产品开发、并产业化的能力。

4月8日华北制药子公司华北制药集团新药研究开发有限责任公司自主研发的一类新药重组人源抗狂犬病毒单抗注射液联合人用狂犬病疫苗对 III 级疑似狂犬病毒暴露人群的暴露后预防达到主要疗效和次要疗效终点，且安全性良好，达到方案设定目标，III 期临床试验结果显示其是安全有效的。

该产品主要用于被狂犬或其它狂犬病毒易感动物咬伤、抓伤患者的被动免疫，目前国内尚无同类产品上市销售，对比目前常用的狂犬病人免疫球蛋白，后者市场规模测算在 17-26 亿左右。

伴随生物制药领域在研品种获批上市，公司生物制剂有望迎来新的发展阶段，进而提升整体盈利能力。

■ 投资建议及盈利预测：

暂不考虑本次收购对公司业绩、股本的影响及重组人源抗狂犬病毒单抗注射液上市对公司经营业绩的影响的情况下，我们预测华北制药 2020-2022 年营业收入分别为 122.83 亿元、139.24 亿元和 158.43 亿元，同比增速 12.9%、13.4%和 13.8%，归母净利润分别为 2.76 亿元、3.93 亿元和 4.92 亿元，同比增速为 79.6%、42.6%和 25.2%，对应 4 月 15 日收盘价，PE 分别为 47 倍、33 倍和 26 倍。

我们认为，本次停牌拟通过发行股份及支付现金方式购买公司股东华药集团旗下资产，收购完成后，将实现集团的整体上市，增厚公司业绩的同时也理顺股东利益，为后续进一步推进改革奠定基础；旗下全资子公司金坦生物 2019 年盈利 3.71 亿，对比已上市疫苗企业，其价值被低估明显；公司拥有抗体药物研制国家重点实验室等三个高端研发平台，自主研发的一类新药重组人源抗狂犬病毒单抗注射液已经完成 III 期临床试验，获批后有望成为过十亿的重磅品种；因此再次给予公司“强烈推荐”评级。

■ 风险提示：

产业政策变动风险，研发进展不及预期，创新药市场推广风险，环保风险。

目录

1. 理顺股东利益，推动集团整体上市，奠定后续深入改革基础	5
2. 步入新发展，制剂占比持续提升，疫苗业务大放异彩	7
3. 研发创新，生物药进入收获期，提升整体盈利水平	10
4. 盈利预测及投资建议	11
5. 风险提示	13
附：盈利预测表	13

图表目录

图 1: 收购前公司股权结构.....	5
图 2: 收购后公司股权结构.....	6
图 3: 2015-2019 年各业务占比情况	7
图 4: 2019 年营业收入按产品划分.....	7
图 5: 2015-2019 年金坦生物营业收入情况.....	8
图 6: 2015-2019 年金坦生物净利润情况.....	8
图 7: 金坦生物乙肝疫苗批签发情况.....	8

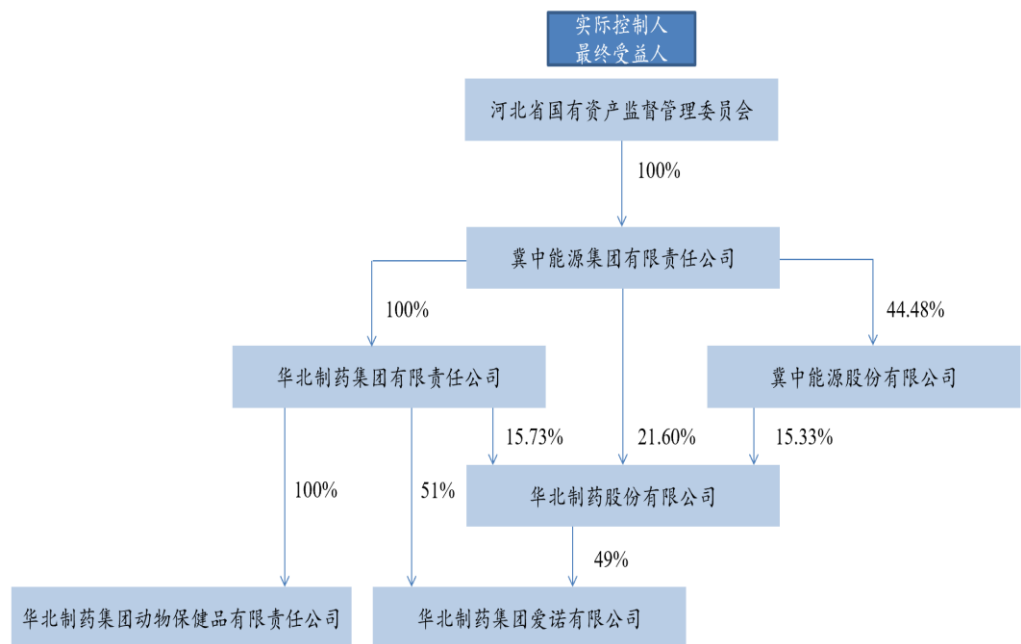
表 1: 金坦公司可比公司估值.....	9
表 2: 分业务盈利预测情况（百万元）.....	11

1. 理顺股东利益，推动集团整体上市，奠定后续深入改革基础

华北制药股份有限公司是中国最大的化学制药企业之一，其前身华北制药厂是我国“一五”计划期间的重点建设项目，1994年在上交所挂牌上市，1996年改制为国有独资公司—华北制药集团有限责任公司（简称“华药集团”）。2009年，冀中能源集团有限责任公司（简称“冀中能源集团”）对华药集团实施了重组，华药集团成为其全资子公司。

截至2020年4月11日，公司实际控制人为河北省国资委，控股股东冀中能源集团直接持有华北制药21.60%的股权，并通过华药集团和冀中能源股份有限公司分别间接持股15.73%和15.33%。

图 1: 收购前公司股权结构



资料来源: WIND, 长城证券研究所

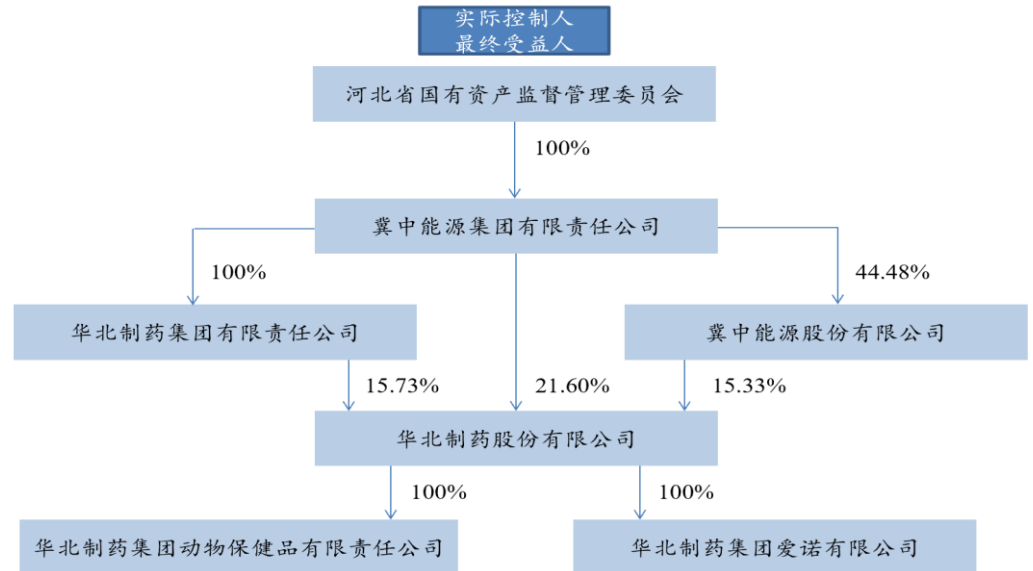
2020年4月2日，公司收到控股股东冀中能源集团通知，拟筹划与本公司有关的资产重组事项，同时拟通过发行股份及支付现金方式购买公司股东华药集团所持有的华北制药集团爱诺有限公司（简称“爱诺公司”）51%股权，华北制药集团动物保健品有限责任公司（简称“动保公司”）100%股权及华北牌系列商标资产。同时，公司拟非公开发行股份募集配套资金。

标的一：爱诺公司，爱诺公司始建于1996年，经营范围包括开发、生产、销售农药、兽药等，主要产品阿维菌素类产品通过欧洲COS认证，成为国内首家获准进入美国和欧洲市场的企业之一，目前上市公司持有股比例为49%，华药集团持股比例为51%，2019年年报披露显示爱诺公司实现营业收入4.24亿，实现净利润2450.41万。

标的二：动保公司，动保公司始建于1993年，是华药集团唯一生产兽药的制剂基地，主要生产兽用粉针剂、中西药粉散剂、大小规格水针剂、饲料添加剂、消毒剂、医药原料等100多个品格的产品，目前集团持股比例100%。

标的三：华北牌系列商标资产，根据华药集团关于华北制药使用其商标做出的承诺，华药集团每年对华北制药及其下属公司收取的许可商标使用费不高于如下标准：对华药集团内部的销售按照年销售收入的 0.5% 收取，对华药集团外部的销售按照 2% 进行收取。2019 年年报披露上市公司在管理费用科目列支商标费 6151.74 万。

图 2: 收购后公司股权结构



资料来源: WIND, 长城证券研究所

2015 年 9 月 13 日中共中央国务院印发的《关于深化国有企业改革的指导意见》中提出，深化国有企业改革是促进我国经济社会发展的必然要求，要积极引入各类投资者实现股权多元化，大力推动国有企业改制上市，创造条件实现集团公司整体上市。

2020 年 3 月河北省国资委印发《河北省国资委授权放权清单（2020 年版）》，重点选取混合所有制改革、国有产权管理、重大财务事项、薪酬管理和中长期激励和选人用人等 5 大类 21 项授权放权事项列入于国有资本投资、运营公司试点企业的授权事项，将由省国资委根据“一企一策”原则，在试点工作推进过程中，分别对试点企业单独授权。清单出台意味着河北省将加快国资体制改革、加快国企机制改革，促进国有资本配置效率、效果提升。

公司本次收购华药集团的爱诺公司、动保公司和华北牌系列商标资产后，将实现了华药集团整体上市，进一步推动集团与上市公司医药业务和相关资源的资源整合，增厚上市公司业绩；同时也理顺股东利益，公司之前持续推进子公司混合所有制改革，如华维公司引入战略投资者、华坤公司列入河北省员工持股试点企业等，收购完成后将会为后续进一步推进改革奠定基础。

2. 步入新发展，制剂占比持续提升，疫苗业务大放异彩

经过多年发展，华北制药已经成为一家总资产超 180 亿元，销售收入近 110 亿元，员工 1 万余人的大型医药制造企业，公司在抗生素领域具有传统优势，生产规模、技术水平、产品质量在国内均处于领先地位，青霉素系列、头孢系列产品品种齐全，覆盖了原料药到制剂的大部分品种，形成了从发酵原料到半合成原料药再到制剂的完整产品链。

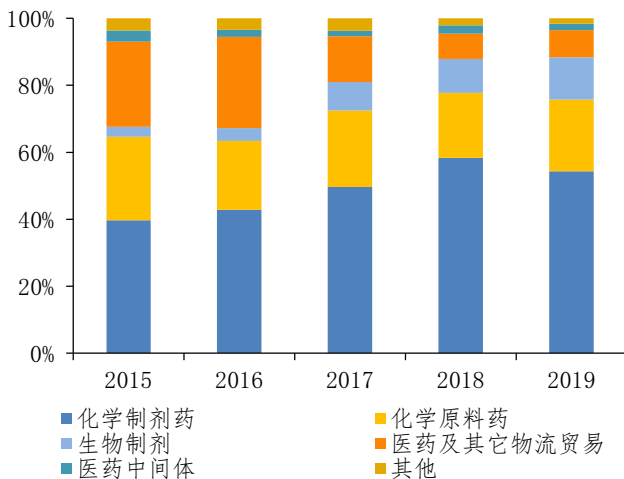
公司不断优化产品结构，着力打造心脑血管、抗肿瘤、肾病、糖尿病等新治疗领域产品群，重点发展具备产业链竞争优势的制剂品种，2019 年化学制剂药收入达到 59.09 亿，生物药收入 13.78 亿，制剂业务合计收入占比约为 66.97%，全年收入过亿的制剂品种达到 13 个，主要产品注射用阿莫西林钠克拉维酸钾、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠、注射用头孢噻肟钠、注射用盐酸去甲万古霉素等产销量居行业前列，实现了整体业务由原料药向制剂的转型优化。

公司持续推进仿制药一致性评价，环孢素软胶囊、头孢氨苄胶囊、头孢呋辛酯片、布洛芬缓释胶囊、阿莫西林胶囊和盐酸二甲双胍片共 6 个品种获批通过一致性评价，阿莫西林克拉维酸钾片等 8 个口服固体制剂品种通过 BE 实验，7 个注射剂品种完成工艺验证，正在进行稳定性考察，稳固制剂领域的竞争优势。

公司有效发挥制剂药、大健康、华药国际等平台的资源整合作用，进一步完善营销管控体系，深入实施营销创新，通过各经销商的销售渠道和公司销售队伍实现对全国大部分医院终端和零售终端的覆盖。

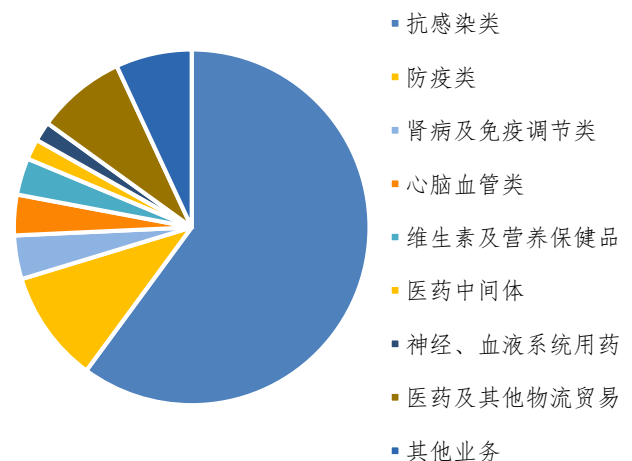
产品资源丰富、核心产业链完整，规模大、质量优、品牌声誉高的竞争优势逐步体现，实现制剂业务的稳健增长。

图 3: 2015-2019 年各业务占比情况



资料来源: WIND, 长城证券研究所

图 4: 2019 年营业收入按产品划分

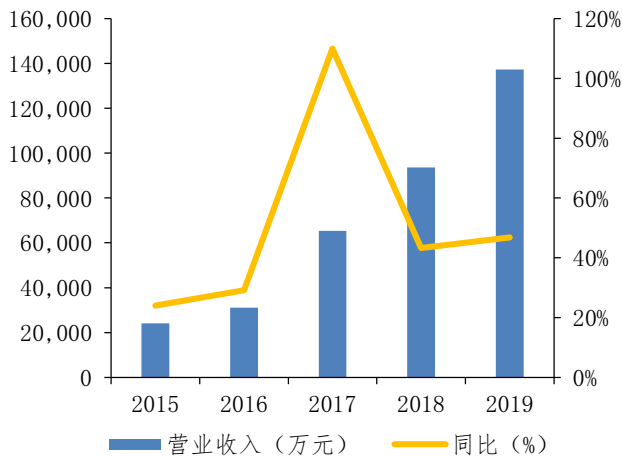


资料来源: WIND, 长城证券研究所

旗下全资子公司金坦生物技术股份有限公司，拥有用于骨髓移植造血干细胞动员的“吉赛欣”(rhG-CSF); 增强免疫抗真菌感染、防治口腔黏膜炎等功能的“华北吉姆欣”(rhGM-CSF)，改善肾性贫血和癌性贫血的“济脉欣”(rhEPO)和预防乙型肝炎的华北牌重组乙型肝炎疫苗(CHO 细胞)等系列基因工程药物。

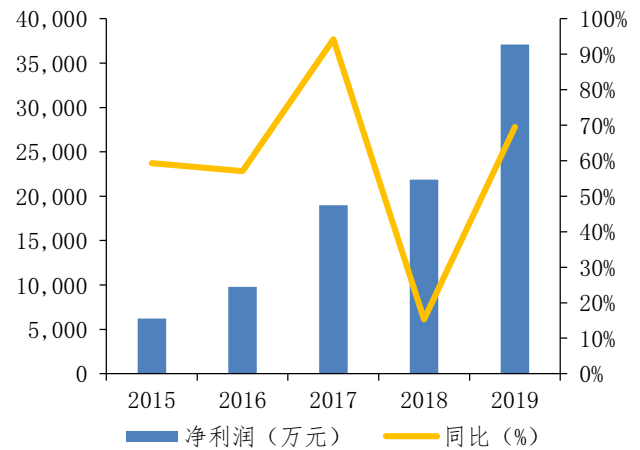
金坦生物拥有国际一流的厂房设备、高起点的 GMP 水平、过硬的技术研发队伍、全国的营销网络，营业收入和净利润持续快速增长，2019 年实现营业收入 13.74 亿，实现净利润 3.71 亿。

图 5: 2015-2019 年金坦生物营业收入情况



资料来源: WIND, 长城证券研究所

图 6: 2015-2019 年金坦生物净利润情况

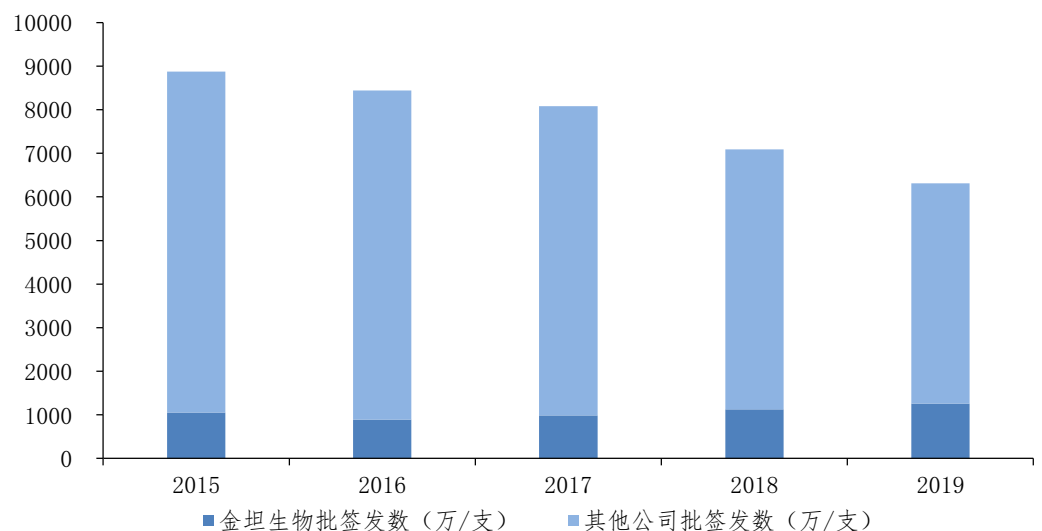


资料来源: WIND, 长城证券研究所

核心品种是乙肝疫苗，目前基因工程乙肝疫苗有两种规模化生产方式，一种是利用酵母细胞表达，代表企业有大连汉信、天坛生物、康泰生物等；一种是利用 CHO 细胞表达，代表企业为金坦生物、北京华尔盾（2015 年之后无批签发数据）。相比较而言 CHO 细胞表达的重组 HepB 是高等真核细胞表达产物，更适合人体吸收，且不含硫柳汞，安全性更高，适用于全年龄段人群。

中检所批签发数据显示 2015-2019 年公司乙肝疫苗的批签发数量持续增加，市场占比从 2015 年的 11.87% 增长至 2019 年的 19.91%，2019 年疫苗收入突破 10 亿元，同比增长 57.33%，

图 7: 金坦生物乙肝疫苗批签发情况



资料来源: 中检院, 长城证券研究所

金坦依托国家级企业技术中心—华北制药集团新药研究中心，技术实力雄厚，并依托生物设备优势与国内数家科研机构开展多项合作，持续丰富产品线。

金坦产品远销世界二十多个国家,2019年5月重组人促红素注射液(预灌封注射器包装)通过了(泰国)食品药品监督管理局的 GMP 文件审核并豁免查厂,取得了 TFDA 签发的 GMP 审核批准证书,且其已经纳入了医保目录。

目前生物产品扩产项目基本完成主体工程建设,产能释放将持续推动疫苗业务的快速增长。

对比 A 股三大疫苗上市公司,我们认为金坦生物的疫苗业务的价值被明显低估。

表 1: 金坦公司可比公司估值

公司简称	2019 年营业收入 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)	市值 (亿元)	PE
康泰生物	19.43	5.73	820	143
智飞生物	105.87	23.69	1239	52
沃森生物	11.21	1.94	553	390
金坦公司	13.74	3.71	-	-

资料来源: 年报, 长城证券金融研究所, 截至 2020 年 4 月 16 日

3. 研发创新，生物药进入收获期，提升整体盈利水平

公司是我国最早进入生物制药领域的制药企业之一，2019 年生物制剂业务实现营业收入 13.78 亿，同比增长 46.99%，毛利率 87.27%，基本与去年持平，同期收入和毛利贡献比重分别为 13%和 26%。

公司秉承华药集团多年积累的生物技术优势和人才优势，拥有微生物药物国家工程研究中心、抗体药物研制国家重点实验室、抗生素酶催化与结晶技术国家地方联合工程实验室三个高端研发平台，在基因克隆筛选、高效表达、大规模培养、蛋白质分离纯化、质量研究及检测分析等方面拥有完善的技术和设备体系，形成了持续的创新与新产品开发、并产业化的能力，以基因重组抗狂犬抗体、基因重组人血白蛋白为代表的生物技术药物技术水平及进度处于国内行业领先地位，在研基因重组抗狂犬病毒抗体、抗血栓新药 WA1-089、重组康仁血管内皮生长因子单克隆抗体注射液、重组人源抗人肿瘤坏死因子（TNF- α ）单克隆抗体注射液等。

4 月 8 日公司公告华北制药子公司华北制药集团新药研究开发有限责任公司（简称“新药公司”）自主研发的一类新药重组人源抗狂犬病毒单抗注射液完成 III 期临床试验且取得临床试验报告。

试验结论为：重组人源抗狂犬病毒单抗注射液（rhRIG）联合人用狂犬病疫苗对 III 级疑似狂犬病毒暴露人群的暴露后预防达到主要疗效和次要疗效终点，且安全性良好，达到方案设定目标，试验药物重组人源抗狂犬病毒单抗注射液（rhRIG）是安全有效的。

该项目为公司自主创新项目，被列为国家“重大新药创制”科技重大专项品种，作用机制及适应症为将其与人用狂犬病疫苗联用，用以补充人用狂犬病疫苗主动免疫过程中的抗体空白，可直接中和体内狂犬病毒，起到被动免疫作用，用于被狂犬或其它狂犬病毒易感动物咬伤、抓伤患者的被动免疫。

狂犬病是由狂犬病病毒属病毒感染引起的一种动物源性传染病，是全球病死率最高的传染病，尚未有有效治疗手段。根据监测显示，90%以上的暴露就诊人群为 II 和 III 级暴露，其中 III 级暴露约 40%，目前国内尚无重组抗狂犬病毒单抗药物上市销售，用于狂犬病毒暴露后预防的被动免疫制剂为抗狂犬病血清和狂犬病人免疫球蛋白。

市场空间方面，对于狂犬病人免疫球蛋白，公司公告显示 2019 年批签狂犬病人免疫球蛋白 1216.6 万瓶，同年各地中标分别为 143.3-218 元，对应的市场规模约为 17-26 亿元左右。

目前公司生物技术药物产业化基地项目基本完成主体工程建设，拥有生物技术产品从微克、到克、到公斤、再到吨级的小试、中试、小规模产业化和大规模产业化的设备和能力。

伴随生物制药领域新品种的获批上市，将有力推动公司生物制剂的持续快速发展，进而提升整体盈利能力。

4. 盈利预测及投资建议

华北制药是中国最大的化学制药企业之一，治疗领域涵盖抗感染药物、心脑血管药物、肾病及免疫调节类药物、肿瘤治疗药物、维生素及健康消费品等 700 多个品规，公司积累了在抗生素领域的优势，生产规模、技术水平、产品质量在国内均处于领先地位，青霉素系列、头孢系列产品品种齐全，覆盖了原料药到制剂的大部分品种，形成了从发酵原料到半合成原料药再到制剂的完整产品链。

公司在发展过程不断调整产品结构，实现原药业务到制剂业务的转型，2019 年制剂业务占比约为 66.97%，全年收入过亿的制剂品种达到 13 个，公司持续推进仿制药一致性评价，巩固竞争优势，并发挥制剂药、大健康、华药国际等平台的资源整合作用，深入实施营销创新，核心竞争优势逐步体现。

我们基于以下几个假设前提条件对公司进行盈利预测：

- 1) 行业政策无重大变化，内外部经营环境无重大变化；
- 2) 公司抗感染类领域原料制剂一体化优势逐步显现，收入稳定增长，毛利率逐步提升；
- 3) 金坦生物产品扩产项目逐步释放，防疫类领域稳健增长，毛利率保持稳定水平；
- 4) 公司持续加大研发投入，研发支出稳步增加；
- 5) 公司税率采用两年平均值；
- 6) 暂不考虑本次收购对公司业绩、股本的影响；不考虑重组人源抗狂犬病毒单抗注射液上市对公司经营业绩的影响；

表 2: 分业务盈利预测情况 (百万元)

科目	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10880.77	12282.83	13924.36	15843.29
同比增速 (%)	18.09%	12.89%	13.36%	13.78%
毛利率 (%)	42.21%	43.25%	44.01%	44.50%
抗感染类				
营业收入 (亿)	6538.28	7519.02	8646.87	9943.91
同比增速 (%)	15.88%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	40.56%	41.07%	41.33%	41.33%
防疫类				
营业收入 (亿)	1110.56	1332.68	1599.21	1919.05
同比增速 (%)	57.33%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	91.97%	91.97%	91.97%	91.97%
肾病及免疫调节类				
营业收入 (亿)	432.18	518.61	622.33	746.80
同比增速 (%)	23.93%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	74.56%	73.50%	72.39%	71.24%
心脑血管类				
营业收入 (亿)	401.35	481.61	577.94	693.52
同比增速 (%)	18.23%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	51.94%	51.94%	51.94%	51.94%

科目	2019A	2020E	2021E	2022E
维生素及营养保健品				
营业收入(亿)	364.11	327.69	294.93	265.43
同比增速(%)	-17.28%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率(%)	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%
医药中间体				
营业收入(亿)	202.63	182.36	164.13	147.71
同比增速(%)	-11.26%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率(%)	-	-	-	-
神经、血液系统用药				
营业收入(亿)	195.02	214.52	235.97	259.57
同比增速(%)	12.54%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	72.62%	70.13%	67.41%	64.45%
医药及其他物流贸易				
营业收入(亿)	882.86	882.86	882.86	882.86
同比增速(%)	27.15%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%
期间费用率				
销售费用率(%)	29.40%	29.90%	30.28%	30.63%
管理费用率(%)	4.44%	4.27%	4.10%	3.94%
研发费用率(%)	0.62%	0.67%	0.73%	0.79%
税率(%)	37.57%	32.03%	34.80%	33.42%

资料来源: 长城证券金融研究所

基于上述假设, 我们预测华北制药 2020-2022 年营业收入分别为 122.83 亿元、139.24 亿元和 158.43 亿元, 同比增速 12.9%、13.4%和 13.8%, 归母净利润分别为 2.76 亿元、3.93 亿元和 4.92 亿元, 同比增速为 79.6%、42.6%和 25.2%, 对应 4 月 15 日收盘价, PE 分别为 47 倍、33 倍和 26 倍。

我们认为, 本次停牌拟通过发行股份及支付现金方式购买公司股东华药集团旗下资产, 收购完成后, 将实现集团的整体上市, 一方面按照上市公司年报披露信息, 预计将节省商标费约 0.61 亿、爱诺公司并表增加利润约 0.13 亿, 另一方面理顺股东利益, 为后续进一步推进改革奠定基础。

旗下全资子公司金坦生物核心品种重组乙型肝炎疫苗(CHO 细胞)2019 年销售突破 10 亿元, 依托新药研究中心, 与国内数家科研机构开展多项合作, 未来产品线持续丰富, 对比已上市疫苗企业, 其价值被低估明显。

公司拥有微生物药物国家工程研究中心、抗体药物研制国家重点实验室、抗生素酶催化与结晶技术国家地方联合工程实验室三个高端研发平台, 自主研发的一类新药重组人源抗狂犬病毒单抗注射液已经完成 III 期临床试验, 潜在市场空间巨大, 获批后有望成为过十亿的重磅品种提振公司业绩。因此给予公司“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

产业政策变动风险，研发进展不及预期，创新药市场推广风险，环保风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9214	10881	12283	13924	15843	成长性					
营业成本	5327	6288	6970	7796	8793	营业收入增长	19.5%	18.1%	12.9%	13.4%	13.8%
销售费用	2639	3199	3672	4216	4853	营业成本增长	1.2%	18.0%	10.9%	11.8%	12.8%
管理费用	493	483	524	571	623	营业利润增长	97.0%	17.7%	64.7%	47.7%	22.5%
研发费用	72	67	83	102	125	利润总额增长	233.1%	19.4%	65.3%	48.5%	22.6%
财务费用	432	521	515	544	560	净利润增长	703.0%	1.9%	79.6%	42.6%	25.2%
投资净收益	40	46	42	43	44	盈利能力					
营业利润	205	241	397	587	719	毛利率	42.2%	42.2%	43.3%	44.0%	44.5%
营业外收支	-6	-4	-5	-5	-5	销售净利率	1.6%	1.4%	2.2%	2.7%	3.0%
利润总额	198	237	392	582	714	ROE	2.6%	2.6%	4.6%	6.1%	7.2%
所得税	53	89	125	202	238	ROIC	2.9%	3.0%	3.7%	4.5%	5.1%
少数股东损益	-5	-6	-9	-14	-17	营运效率					
净利润	151	153	276	393	492	销售费用/营业收入	28.6%	29.4%	29.9%	30.3%	30.6%
资产负债表						管理费用/营业收入	5.3%	4.4%	4.3%	4.1%	3.9%
						研发费用/营业收入	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%
流动资产	7358	7787	8361	8755	9725	财务费用/营业收入	4.7%	4.8%	4.2%	3.9%	3.5%
货币资金	1250	1223	1105	1253	1426	投资收益/营业利润	19.7%	19.3%	10.5%	7.3%	6.1%
应收和预付款项	1309	1619	1838	1940	2161	所得税/利润总额	26.5%	37.6%	32.0%	34.8%	33.4%
存货	2420	2494	2733	2837	3031	应收账款周转率	6.79	7.43	7.11	7.37	7.73
其他流动资产	2074	2109	2316	2338	2687	存货周转率	2.80	3.01	3.15	3.35	3.50
非流动资产	10559	10754	10705	10650	10600	流动资产周转率	1.30	1.44	1.52	1.63	1.71
固定资产	7839	7920	7822	7628	7379	总资产周转率	0.53	0.60	0.65	0.72	0.80
资产总计	17917	18541	19066	19404	20324	偿债能力					
流动负债	10708	10080	10843	11294	12238	资产负债率	69.2%	69.7%	69.4%	68.1%	67.5%
短期借款	4599	6280	6591	6864	7380	流动比率	0.69	0.77	0.77	0.78	0.79
应付款项	2508	2597	2824	2920	3235	速动比率	0.46	0.53	0.52	0.53	0.54
非流动负债	1697	2837	2382	1928	1474	每股指标 (元)					
长期借款	1290	2144	1690	1235	782	EPS	0.09	0.09	0.17	0.24	0.30
负债合计	12405	12917	13225	13222	13712	每股净资产	3.34	3.41	3.55	3.77	4.04
股东权益	5512	5624	5841	6183	6612	每股经营现金流	0.39	-0.03	0.53	0.82	0.72
股本	1631	1631	1631	1631	1631	每股经营现金/EPS	4.21	-0.27	3.15	3.41	2.38
留存收益	323	428	608	866	1189	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	70	64	55	41	24	PE	85.41	83.85	46.69	32.73	26.15
负债和权益总计	17917	18541	19066	19404	20324	PEG	2.03	2.00	0.28	0.87	0.55
现金流量表						PB	2.36	2.31	2.22	2.09	1.95
						EV/EBITDA	19.34	17.55	17.36	14.53	13.02
经营活动现金流	774	733	869	1341	1173	EV/SALES	2.15	1.94	1.73	1.50	1.31
其中营运资本减少	-469	-1247	-375	-68	-369	EV/IC	1.46	1.41	1.40	1.36	1.31
投资活动现金流	-469	-561	-414	-431	-457	ROIC/WACC	0.48	0.49	0.60	0.72	0.82
其中资本支出	507	646	-119	-126	-122	REP	3.06	2.88	2.31	1.88	1.60
融资活动现金流	-207	-142	-1444	-849	-1121						
净现金总变化	99	34	-989	61	-405						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>