

## 基本面逐步向好, 多个重磅产品即将获批

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入56.7亿元, 同比增长6.3%; 实现归母净利润0.5亿元, 同比增长254.5%, 其中以政府补助和非流动资产处置损益为主的非经常性损益为4717万元。
- **收入与业绩回暖趋势明显, 毛利率有较大提升。** 2019Q2实现收入与归母净利润分别为28.7亿、0.2亿, 同比增长14.3%、415%。2019H1公司收入实现正增长, 主要得益于非海正药品收入实现正增长, 海正和非海正药品的收入同比增长8.8%和5%, 而2018年同期增速分别为35%和-24%。2019H1公司扣非业绩实现扭亏为盈, 主要得益于公司核心品种的高增长以及综合毛利率的提升。核心品种安佰诺销售持续稳步增长, 2019H1销售突破24万支, 同比增长162%。2019H1, 公司综合毛利率为46.1%, 同比提升4.3个百分点, 销售费用率为25.4%, 高于去年同期3.5个百分点; 管理费用率为6.3%, 低于去年同期3.2个百分点。
- **加大研发力度, 多个重磅产品即将获批。** 2019H1, 公司研发投入1.9亿元, 同比增长0.2%。公司拥有品种齐全的产品梯度, 从新药到仿制药大品种, 涵盖抗肿瘤、心血管、抗感染、抗寄生虫、内分泌调节、免疫抑制、保肝护胆等领域。早期研发方面, 公司重点围绕肿瘤免疫治疗和ADC药物布局组合产品, 其中3个全创新抗体类分子确定为候选分子, 进入工艺开发及临床前研究, 其他临床阶段产品还有门冬胰岛素、英夫利西单抗和甘精胰岛素等均按计划稳步推进。公司在研发投入取得积极进展, 多个大品种已经申报上市, 包括紫杉醇(白蛋白)结合型、阿达木单抗、海折麦布三个重磅产品都已经进入报生产状态, 大概率在未来1年内获批。这三个大品种行业竞争格局良好, 获批后有望成为10亿级的重磅品种, 是驱动公司未来快速成长的核心品种。
- **盈利预测与评级。** 预计公司2019-2021年EPS分别为0.10元、0.17元、0.33元。目前公司已有包括紫杉醇(白蛋白结合型)、阿达木单抗、海折麦布三个重磅品种报产, 有望在未来1年内陆续获批销售, 驱动公司进入新的快速发展轨道。虽然公司当前PE107倍, 远高于行业可比公司平均30.6倍PE水平, 但公司作为国内传统主流药企, 全方位实力依然雄厚, 随着多个大品种的陆续获批, 未来业绩改善空间很大。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 固定资产持续大规模减值、药品研发进度不达预期等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10187.44	11503.37	12728.33	13745.81
增长率	-3.63%	12.92%	10.65%	7.99%
归属母公司净利润(百万元)	-492.47	91.89	165.36	317.44
增长率	—	—	79.95%	91.97%
每股收益EPS(元)	-0.51	0.10	0.17	0.33
净资产收益率ROE	-3.21%	1.04%	1.87%	3.65%
PE	-20	107	59	31
PB	1.33	1.07	1.08	1.12

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: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

分析师: 陈进  
执业证号: S1250517100002  
电话: 021-68416017  
邮箱: cj@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)	9.66
流通A股(亿股)	9.66
52周内股价区间(元)	7.79-13.3
总市值(亿元)	98.34
总资产(亿元)	222.87
每股净资产(元)	6.46

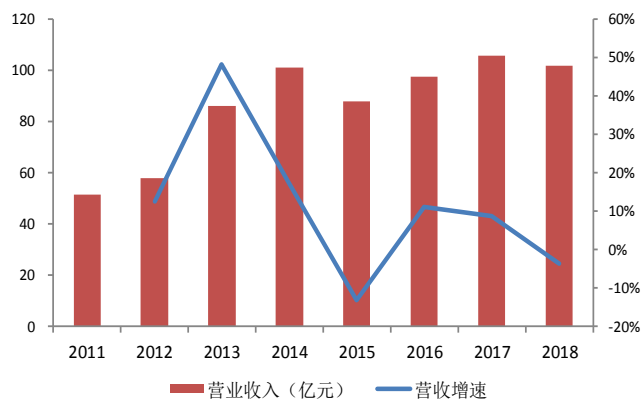
### 相关研究

## 1 公司主营：国内实力雄厚的综合药企

公司主营化学原料药和制剂的研发、生产和销售业务，是国内主流的化学药企。公司制剂业务涵盖抗肿瘤、抗感染、抗结核、保肝利胆等治疗领域，自有品牌制剂的销售以国内市场为主，并逐步开拓国际市场。生物药产品管线涵盖自身免疫疾病、抗肿瘤、糖尿病等治疗领域。医药商业业务主要为全资子公司省医药公司进行，从事第三方药品的纯销、分销及零售业务，此外还有控股子公司瀚晖制药在过渡期内分销和推广按照合资协议由辉瑞公司拟注入瀚晖制药相关产品的业务。

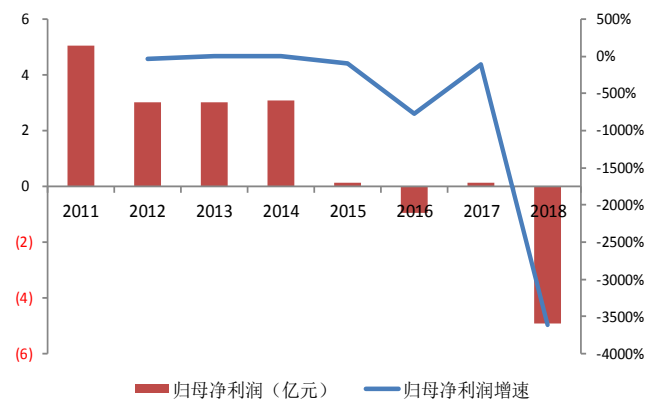
2011-2018 年，公司营业收入由 51.6 亿增长至 101.9 亿元，复合增速为 10.2%；2018 年归母净利润为-4.9 亿元。2018 年公司归母净利润降幅巨大，未能达成经营目标，主要原因是前期固定资产投资规模过大且结构性闲置产能过剩；研发投入较高但产出效率低；资产负债率偏高导致财务成本持续走高；内部管理架构不合理等问题，制约了海正药业健康发展。2018 年年底以来，公司新任管理层深入开展改革工作，发现问题，2019 年上半年业绩有所回暖。

图 1：2011-2018 年公司营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：2011-2018 年公司归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

## 2 经营情况：经营恢复正常，多个核心研发产品申报生产

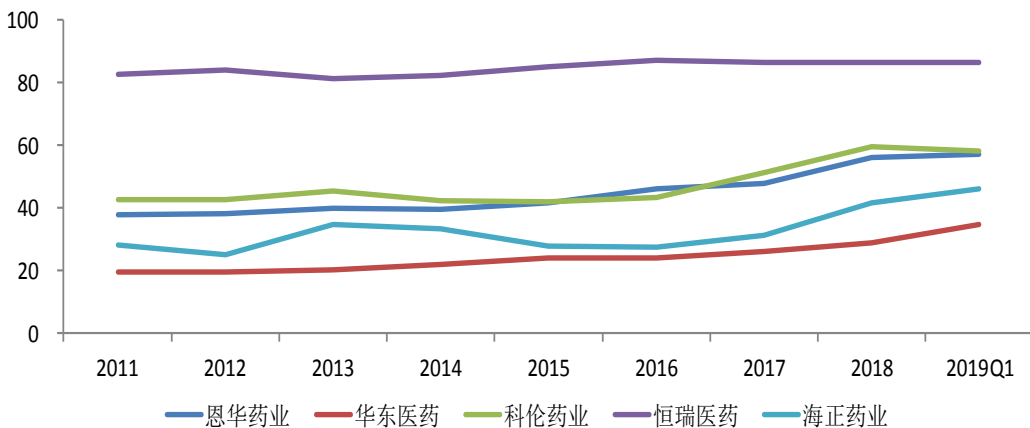
2019 年上半年公司进一步优化研发体系的结构调整，进行了生物药单抗业务重组，成立了浙江海正博瑞生物制药有限公司，目前已完成资产评估、重组方案并委托台交所挂牌通过公开挂牌方式实施重组。

早期研发方面，继续推进从生物类似药到生物创新药的转型平台化建设，重点围绕肿瘤免疫治疗和 ADC 药物布局组合产品，针对 10 多个靶点开展了分子筛选工作，其中 3 个全创新抗体分子确定为候选分子，进入工艺开发及临床前研究。报告期内有 2 个品种 5 个品规仿制药通过了国家仿制药一致性评价，7 个品种完成申报，6 个制剂品种在美国获批，2 个原料药获批进入美国，泰拉菌素原料药在 30 多个国家进入审评阶段，米卡芬净原料药在 18 个国家进行审评阶段；创新药板块有 AD-35 美国二七小规模临床研究完成入组，HS234 项目启动 IND 申报，HS236 项目进入临床申报阶段，GY-9 项目启动合作开发进程，两个小分子创新药进入临床前 GLP 毒理研究；另外还有阿达木单抗已完成审评，正在准备上市，门冬胰岛素临床 III 期研究完成，准备申报上市，其他临床阶段产品均按计划稳步推进。

公司同时加大了其营销力度，其下子公司省医药公司、瀚晖制药、海坤医药在 2019 年上半年都有不同程度业绩的提升，也带动了公司整体盈利增长。省医药公司围绕着资源整合、终端拓展、品种引进几个方面做好药品分销工作，实现利润同比增长 50% 以上，医院终端和零售终端销售规模持续增长，特别是基层医疗机构销售额同比增幅较高，新开发基层医院 100 多家；瀚晖制药销售收入与利润双增长，圆满完成上半年销售任务，IMS 整体市场排名较去年同期上升 4 位，连续五年保持两位数增长，瀚晖制药在自营业务基础上，全面启动 OTC 团队及县域市场填补空白市场，同时辉瑞地产化项目有序进行，全面完成瑞易宁分包转移后的市场招标切换；海坤制药在报告期内提升营销效率，其所负责的产品销量大幅增长，其中喜美欣针剂和片剂分贝同比增长 10% 和 38%，伊索佳同比增长 14%，环丝氨酸胶囊同比增长 29%。

公司制剂产品销量大幅提升，带动公司整体毛利率有较明显的提升，2019H1 公司综合毛利率为 46.1%，同比提升 4.3 个百分点。与同行业公司对比，公司综合毛利率处于中游水平，随着新产品的获批，有进一步提高的趋势。

**图 3：2011-2019Q1 公司毛利率与同行业公司对比情况**



数据来源：wind，西南证券整理

公司非常注重新产品的研发，重点打造了化学和生物药的研发平台。为实现生物药的快速发展，2019 年上半年进行了生物药单抗业务重组，与其控股子公司海正杭州公司共同出资设立浙江海正博锐生物制药有限公司，实现公司在生物大分子药物领域重点布局与拓展。公司在研发投入取得积极进展，多个大品种已经申报上市，包括紫杉醇（白蛋白）结合型、阿达木单抗、海折麦布三个重磅产品都已经进入报生产状态，大概率在未来 1 年内获批。

紫杉醇（白蛋白）结合型国内已有石药集团与恒瑞医药获批上市，上市 1 年以来，市场供不应求，对传统紫杉醇替代空间极大；阿达木单抗与公司现有安百诺将形成自身免疫疾病领域的双子星产品，国内未有国产产品上市，竞争格局良好。公司首个 1 类创新药海折麦布也已申报上市，海泽麦布为胆固醇吸收抑制剂，有效减少肠道内胆固醇吸收，降低血浆胆固醇水平以及肝脏胆固醇储量。同靶点已上市药物为默沙东的依折麦布，该药在 2016 年达到销售顶峰，达到 56 亿美元。

**表 1：公司在研化药创新品种信息**

产品名称	分类	国内竞争格局	适应症
海泽麦布片	化药 1 类	独家	降血脂
注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	化药 6 类	石药、恒瑞已获批	抗肿瘤
阿达木单抗注射液	生物药 2 类	国产首家申报，国产未获批	自身免疫疾病
阿卡波糖片	化药 4 类	华东、拜耳、绿叶获批	糖尿病
利奈唑胺片	化药 4 类	国内 6 家企业获批	抗病毒
阿托伐他汀钙片	化药 4 类	I 期临床准备	降血脂
枸橼酸托法替布片	化药 4 类	国内 7 家企业获批	自身免疫疾病
阿哌沙班片	化药 4 类	豪森、正大天晴 2 家	心血管

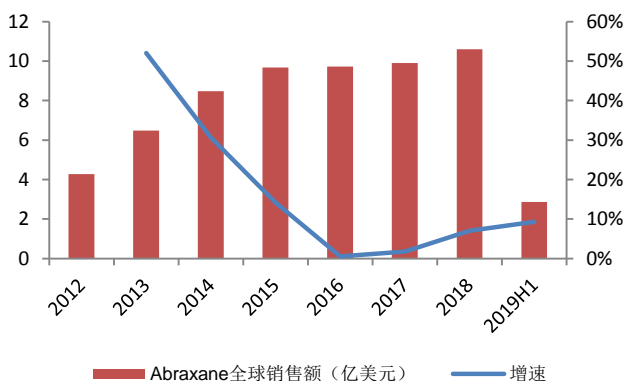
数据来源：药智网，西南证券整理

### 3 紫杉醇（白蛋白）结合型市场替代需求巨大

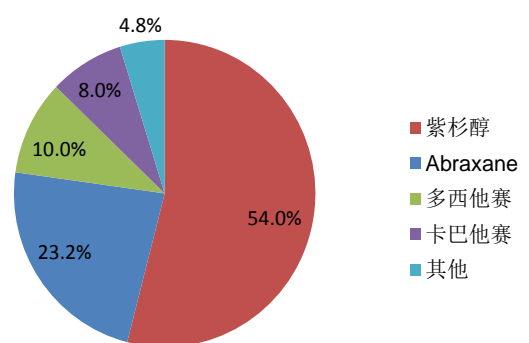
#### 3.1 全球重磅剂型品种，新适应症不断拓展

注射用紫杉醇（白蛋白结合型）是由美国 Abraxis BioScience 公司研发并于 2005 年获得 FDA 批准上市，商品名为 Abraxane，2010 年 Celgene 公司以 29 亿美元首付款收购 Abraxis，将其收入囊中。Abraxane 首个获批适应症为转移性乳腺癌，目前已经拓展至非小细胞肺癌和胰腺癌等。2019 年 3 月，肿瘤免疫疗法 Tecentriq (PD-L1, atezolizumab) 联合 Abraxane 用于不可切除性局部晚期或转移性三阴性乳腺癌 (TNBC) 成人患者的治疗方案也经 FDA 加速批准。

2019 年第一季度，Abraxane 全球销售额 2.86 亿美元，同比增长 9%。Celgene 公司预测 2019 年 Abraxane 全年销售额将超过 11 亿美元。目前，紫杉醇类药物全球销售额约 50 亿美元，其中，白蛋白结合型占比约为 23%，预计到 2025 年，白蛋白结合型占比有望提高至 30~40%。

**图 4：近年 Abraxane 全球销售额**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**图 5：全球紫杉醇市场格局**


数据来源：EvaluatePharma，西南证券

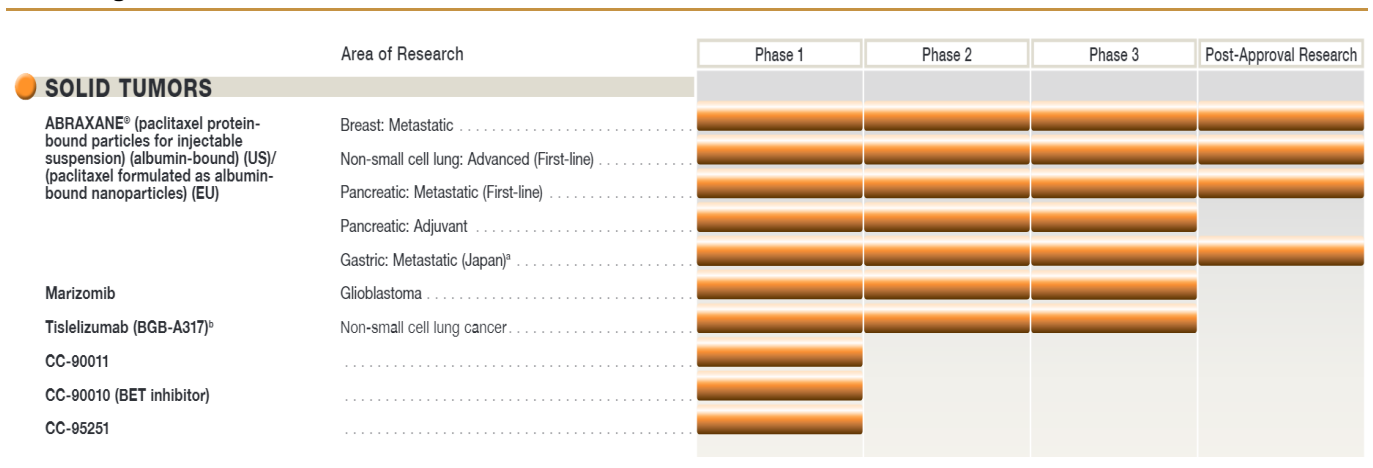
与传统剂型相比，注射用紫杉醇（白蛋白结合型）具有高效、低毒、患者适应性好等优点。传统的紫杉醇注射液中含有聚氧乙烯蓖麻油，易引起较为严重的过敏反应（39%），需要事先服用激素进行脱敏，而且注射时间需大于 3 小时；紫杉醇脂质体制剂虽然过敏毒性降低，但仍需要事先服用激素进行脱敏，注射时间也需要大于 3 小时。而注射用紫杉醇（白蛋白结合型）患者无需进行脱敏处理、耐受剂量增加、疗效提升、用药时间缩短至半小时，因此在临床上医生和患者的接受度大大提高。

**表 2：紫杉醇三种不同剂型临床使用信息对照**

剂型	是否脱敏处理	最大注射剂量	每次注射时间
紫杉醇注射液	是	175mg/m <sup>2</sup>	3 小时
注射用紫杉醇脂质体	是	175mg/ m <sup>2</sup>	3 小时
注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	否	<b>260mg/ m<sup>2</sup></b>	<b>半小时</b>

数据来源：各产品说明书，西南证券整理

紫杉醇在很多肿瘤治疗过程中具有广谱的治疗效果。根据美国原研企业 Celgene 公司年报披露信息，注射用紫杉醇（白蛋白结合型）已经在转移性乳腺癌、三阴性乳腺癌、非小细胞肺癌、胰腺癌、胃癌等治疗领域获得批准，其适应症有进一步扩展的趋势。

**图 6：Celgene 公司研究管线**


数据来源：Celgene 公司年报，西南证券整理

### 3.2 国内替代空间巨大，国产产品供不应求

原研产品注射用紫杉醇（白蛋白结合型）（Abraxane）于 2008 年在中国获得 NMPA 批准上市，用于治疗转移性或复发性乳腺癌，目前由百济神州负责其国内市场销售。2018 年 2 月，NMPA 批准石药集团注射用紫杉醇（白蛋白结合型）上市（视同通过一致性评价）。上市 7 个月以后，石药集团的注射用紫杉醇（白蛋白结合型）中标省份就已扩展到 12 个，中标价约为 2680 元/支，与原研相比，价格优势明显，扩张速度极快。随后，2018 年 9 月，恒瑞医药的注射用紫杉醇（白蛋白结合型）获得 NMPA 批准，成为国产第二家注射用紫杉醇（白蛋白结合型）上市的公司。此外，尚有齐鲁制药、海正药业、科伦药业、正大天晴等多家医药企业已完成临床生物等效性试验，提交上市申请待审评。

**表 3：国内注射用紫杉醇（白蛋白结合型）上市申报情况**

申报企业	产品名称	受理号	化药注册分类	申报时间	备注
齐鲁制药	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	CYHS1700357	4	2017-12-29	完成临床, 上市申请
正大天晴	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	CYHS1800389	4	2018-10-30	完成临床, 上市申请
<b>海正药业</b>	<b>注射用紫杉醇(白蛋白结合型)</b>	<b>CYHS1800432</b>	<b>4</b>	<b>2018-11-26</b>	<b>完成临床, 上市申请</b>
湖南科伦	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	CYHS1800537	4	2019-01-02	完成临床, 上市申请

数据来源：药智网，西南证券整理

注射用紫杉醇（白蛋白结合型）为复杂制剂，其工艺非常复杂，耗时长，因此未来其产能将极大的影响该品种的市场格局。据推测，石药集团和恒瑞医药上市早期的年产量约 12 万和 24 万支，其对应的满产年销售额为 3.2 亿和 7.9 亿元，由于市场需求巨大，两个公司产能处于供不应求状态，目前两公司均已扩充期产能。因此，我们推测该产品尚具有巨大空间。未来，已获批的石药集团和恒瑞医药或将进一步扩大产能来满足临床需求，而另一方面，正大天晴、齐鲁制药、海正药业、科伦药业等多家医药企业的产品陆续进入市场，将会进一步提高该产品的供给能力。

**表 4：国内注射用紫杉醇（白蛋白结合型）早期产能情况**

国产企业	批量 (支/批)	价格 (元/支)	批次/年	年产量 (支)	满产年销售额 (亿元)
石药集团	1000	2680	120*	120000	3.2
恒瑞医药	2000	3280	120	240000	7.9

数据来源：药智网，西南证券整理，\*每批产品生产过程包括投料、制备半成品、冻干等工序，大约耗时 3 天，因此推测每年约可生产 120 批次。

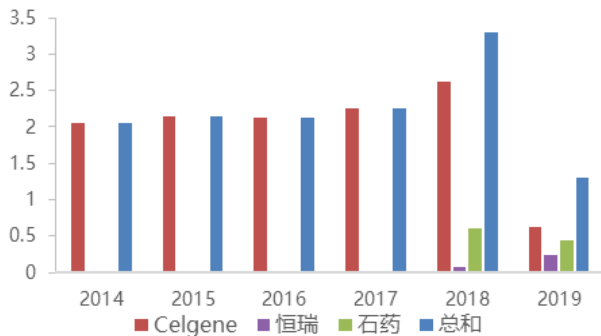
目前国内紫杉醇已经形成传统剂型与新型剂型共同竞争格局，紫杉醇（白蛋白结合型）凭借优异的疗效和安全性，有望快速替代传统剂型产品。

**表 5：国内紫杉醇三种不同剂型价格对照**

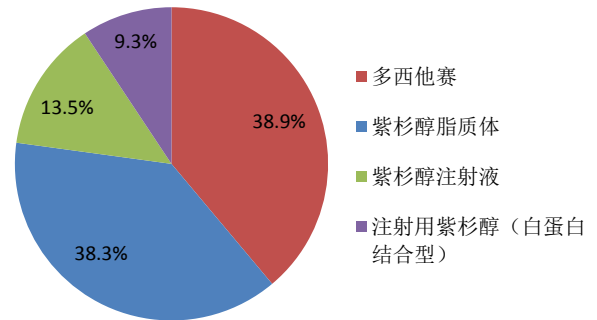
产品	生产企业	规格	价格 (元)	平均价格 (元/mg)
Abraxane	Celgene	100mg	5800	58
注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	恒瑞医药	100mg	3280	32.8
注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	石药集团	100mg	2680	26.8
力扑素（脂质体）	绿叶制药	30mg	1000	33
紫杉醇注射液（奥赛康）	奥赛康	150mg	1300	8.6
紫杉醇注射液（施贵宝）	施贵宝	30mg	1400	46.7

数据来源：药智网，西南证券整理

根据 PDB 数据统计，2018 年注射用紫杉醇（白蛋白结合型）国内销售规模约占紫杉醇类药物的 9.3%，其比例远低于全球的 23%。因此，注射用紫杉醇（白蛋白结合型）在国内仍有较大上行空间，而且其价格体系稳定，竞争格局较好。同期，国内整个紫杉醇类产品销售额接近 100 亿元，根据未来占比大概率超过 50%，注射用紫杉醇（白蛋白结合型）国内销售峰值将超过 50 亿元。

**图 7：2014-2019H1 白蛋白紫杉醇国内 PDB 样本数据**


数据来源：IMS，西南证券

**图 8：2018 年国内 PDB 样本数据紫杉醇类产品市场竞争格局**


数据来源：IMS，西南证券

### 3.3 审评进展符合预期，有望成为公司首个抗肿瘤大品种

注射用紫杉醇（白蛋白结合型）作为传统剂型的优良改进品种，其优越性早已得到市场的认可，且国内市场尚处于培育期，部分国内主流大型药企相继进行仿制申报，已经成为热门仿制品种。根据对药智网数据，海正药业在 2013-2014 年分别申报 5 类、1.6 类、3.4 类，并于 2016 年获得该品种的临床批件，2018 年完成全部临床，并于 2018 年 11 月提交上市申请，研发进度符合预期。

我们认为，海正药业将会与石药、恒瑞、Celgen 公司等共享市场份额；而且海正药业拥有紫杉醇原料药批文（国药准字 H20059377），将会在未来竞争中拥有成本优势。注射用紫杉醇（白蛋白结合型）国内销售峰值有望达到 50 亿元，公司大概率成为国内第三家国产企业，可以与石药、恒瑞一起分享传统剂型快速替代的过程，而公司凭借成本优势有望达到 10% 市占率，即 5 亿元市场空间，或成为海正药业的首个重磅抗肿瘤品种。

## 4 盈利预测与估值

#### 核心产品关键假设：

假设 1：海正药品：公司现有制剂产品销售逐步平稳，未来新获批产品将贡献明显销量，预计 2019-2021 年海正药品销量增速分别为 20%、15%、10%，毛利率维持 60%；

假设 2：非海正药品：公司代理产品销售也逐步恢复正增长，预计 2019-2021 年非海正药品销量保持 5% 平稳增速，毛利率维持 25%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 6：分业务收入及毛利率**

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计：营业收入	10,187.44	11,503.37	12,728.33	13,745.81
yoy	-3.63%	12.92%	10.65%	7.99%
合计：营业成本	5,930.78	6,388.59	6,972.18	7,477.88

单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	41.78%	44.46%	45.22%	45.60%
<b>海正药品</b>				
收入	5297.13	6356.56	7310.04	8041.04
yoy	23.03%	20.00%	15.00%	10.00%
成本	2,198.84	2,542.62	2,924.02	3,216.42
毛利率	58.49%	60.00%	60.00%	60.00%
<b>非海正药品</b>				
收入	4632.36	4863.98	5107.18	5362.54
yoy	-23.28%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	3,557.65	3,647.98	3,830.38	4,021.90
毛利率	23.20%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>其他业务</b>				
收入	257.12	282.83	311.12	342.23
yoy	13.14%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	174.35	197.98	217.78	239.56
毛利率	32.19%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源: wind, 西南证券

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.10 元、0.17 元、0.33 元, 公司未来将逐步恢复正常经营, 收入与业绩回暖趋势明显。目前公司已有多项重磅产品申报生产, 包括紫杉醇 (白蛋白结合型)、阿达木单抗、海折麦布以及众多仿制药品种, 有望在未来 1 年内陆续获批销售, 驱动公司进入新的快速发展轨道。参考化药行业估值情况, 虽然公司当前 PE107 倍, 远高于行业可比公司平均 30.6 倍 PE 水平; 但公司作为国内传统主流药企, 全方位实力依然雄厚, 随着多个大品种的陆续获批, 未来业绩改善空间很大。首次覆盖, 给予“增持”评级。

**表 7: 行业可比公司估值情况**

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600276.SH	恒瑞医药	3172	40.7	52.8	67.3	84.3	77.9	60.1	47.1	37.6
000963.SZ	华东医药	499	22.7	28	33.9	40.8	22.0	17.8	14.7	12.2
002262.SZ	恩华药业	127	5.2	6.5	7.9	9.6	24.4	19.5	16.1	13.2
002422.SZ	科伦药业	396	12.1	15.9	19.8	23.4	32.7	24.9	20.0	16.9
平均							<b>39.3</b>	<b>30.6</b>	<b>24.5</b>	<b>20.0</b>

数据来源: wind, 西南证券整理。注: wind 一致预期截止 2019-8-22



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10187.44	11503.37	12728.33	13745.81	净利润	-236.97	95.89	169.36	321.44
营业成本	5931.50	6388.59	6972.18	7477.88	折旧与摊销	747.39	1119.05	1119.05	1119.05
营业税金及附加	98.67	115.03	127.28	137.46	财务费用	406.62	433.68	339.50	299.96
销售费用	2513.61	2933.36	3411.19	3711.37	资产减值损失	164.24	200.00	200.00	200.00
管理费用	729.20	1380.40	1591.04	1759.46	经营营运资本变动	1042.52	-466.90	-141.49	-123.97
财务费用	406.62	433.68	339.50	299.96	其他	-677.49	-202.20	-199.32	-200.32
资产减值损失	164.24	200.00	200.00	200.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1446.31</b>	<b>1179.52</b>	<b>1487.10</b>	<b>1616.17</b>
投资收益	52.81	0.00	0.00	0.00	资本支出	-812.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.21	0.21	0.21	0.21	其他	-569.77	0.21	0.21	0.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1381.99</b>	<b>0.21</b>	<b>0.21</b>	<b>0.21</b>
<b>营业利润</b>	<b>-102.98</b>	<b>52.51</b>	<b>87.34</b>	<b>159.88</b>	短期借款	406.97	-2346.65	-698.31	-626.22
其他非经营损益	-9.36	-7.05	-7.05	-7.49	长期借款	-454.34	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-112.34</b>	<b>45.46</b>	<b>80.29</b>	<b>152.39</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	124.63	-50.43	-89.07	-169.05	支付股利	-48.28	1752.51	-327.00	-588.44
净利润	-236.97	95.89	169.36	321.44	其他	-624.94	-1329.77	-339.50	-299.96
少数股东损益	255.50	4.00	4.00	4.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-720.59</b>	<b>-1923.91</b>	<b>-1364.81</b>	<b>-1514.63</b>
归属母公司股东净利润	-492.47	91.89	165.36	317.44	<b>现金流量净额</b>	<b>-659.25</b>	<b>-744.18</b>	<b>122.50</b>	<b>101.75</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1894.52	1150.34	1272.83	1374.58	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1846.77	1966.78	2194.15	2378.03	销售收入增长率	-3.63%	12.92%	10.65%	7.99%
存货	2015.00	2179.48	2386.03	2565.90	营业利润增长率	-141.38%	-49.01%	66.34%	83.05%
其他流动资产	331.50	374.32	414.18	447.29	净利润增长率	-202.33%	-59.54%	76.62%	89.80%
长期股权投资	331.94	331.94	331.94	331.94	EBITDA 增长率	-14.88%	52.73%	-3.70%	2.13%
投资性房地产	62.57	62.57	62.57	62.57	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	12636.85	11548.32	10459.78	9371.25	毛利率	41.78%	44.46%	45.22%	45.60%
无形资产和开发支出	2422.09	2392.09	2362.09	2332.09	三费率	35.82%	41.27%	41.97%	41.98%
其他非流动资产	312.41	311.89	311.38	310.86	净利率	-2.33%	0.83%	1.33%	2.34%
<b>资产总计</b>	<b>21853.65</b>	<b>20317.71</b>	<b>19794.95</b>	<b>19174.50</b>	ROE	-3.21%	1.04%	1.87%	3.65%
短期借款	5683.49	3336.84	2638.53	2012.31	ROA	-1.08%	0.47%	0.86%	1.68%
应付和预收款项	2135.79	1929.39	2179.82	2380.89	ROIC	3.87%	6.30%	5.78%	6.59%
长期借款	2518.17	2518.17	2518.17	2518.17	EBITDA/销售收入	10.32%	13.95%	12.15%	11.49%
其他负债	4137.57	3305.79	3388.55	3460.25	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>14475.03</b>	<b>11090.20</b>	<b>10725.07</b>	<b>10371.62</b>	总资产周转率	0.47	0.55	0.63	0.71
股本	965.53	965.53	965.53	965.53	固定资产周转率	1.41	1.61	2.10	2.76
资本公积	3649.76	3649.76	3649.76	3649.76	应收账款周转率	7.37	7.61	7.75	7.60
留存收益	1568.70	3413.10	3251.46	2980.46	存货周转率	2.79	2.92	2.94	2.91
归属母公司股东权益	6183.50	8028.40	7866.76	7595.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.39%	—	—	—
少数股东权益	1195.12	1199.12	1203.12	1207.12	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7378.62</b>	<b>9227.52</b>	<b>9069.88</b>	<b>8802.88</b>	资产负债率	66.24%	54.58%	54.18%	54.09%
负债和股东权益合计	21853.65	20317.71	19794.95	19174.50	带息债务/总负债	67.91%	67.48%	63.26%	59.38%
					流动比率	0.64	0.92	1.08	1.24
					速动比率	0.43	0.57	0.67	0.77
					股利支付率	-9.80%	-1907.20%	197.75%	185.37%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.51	0.10	0.17	0.33
					每股净资产	7.64	9.56	9.39	9.12
					每股经营现金	1.50	1.22	1.54	1.67
					每股股利	0.05	-1.82	0.34	0.61
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1051.03	1605.24	1545.89	1578.90					
PE	-19.96	106.97	59.44	30.96					
PB	1.33	1.07	1.08	1.12					
PS	0.96	0.85	0.77	0.72					
EV/EBITDA	17.28	9.76	9.60	8.94					
股息率	0.49%	—	3.33%	5.99%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn