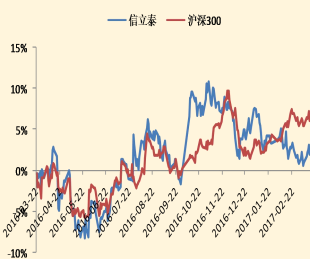


**爱建证券有限责任公司  
研究所**
**分析师: 侯佳林**
**执业编号: S0820511030002**
**TEL: 021-32229888-25508**
**E-mail: houjialin@ajzq.com**
**联系人: 李东升**
**执业编号: S0820116070030**
**TEL: 021-32229888-33352**


(%)      1 个月      6 个月      12 个月

绝对表现      0.33%      0.28%      2.44%

相对表现      0.36%      -0.36%      2.51%

**评级: 推荐 (维持)**
**基础数据**

收盘价 (2017-3-20)	28.50
目标价 (未来个月)	-
52 周内高	31.13
52 周内低	24.95
总市值 (百万元)	29811.46
流通市值 (百万元)	13916.48
总股本 (百万股)	1046.02
已流通 (百万股)	488.30
限售股 (百万股)	557.72
每股净资产 (元)	5.12

数据来源: WIND, 爱建证券研究所

**医药生物行业**
**主力产品延续稳健增长, 后续发展向好**

**事件:** 公司公布 2016 年年报: 报告期内实现营业收入 38.33 亿元, 同比增长 10.23%; 利润总额 16.50 亿元, 同比增长 10.66%; 归属于上市公司股东的净利润 13.96 亿元, 同比增长 10.31%。利润分配方案为每 10 股派息 7 元 (含税)。

**核心观点**

■ **泰嘉增长平稳, 二线产品维持较高增速。** 公司全年营收 38.33 亿元, 归属于上市公司股东净利润约 13.96 亿元, 分别同比增长 10.66%、10.31%。分产品线看, 主要的制剂业务线实现收入 30.22 亿元, 同比增长 10.45%, 原料药收入 8.10 亿元, 同比增长 9.48%。分产品来看, 公司主要产品泰嘉 (氯吡格雷) 预计实现收入约 25 亿元, 同比增长 10% 左右, 泰加宁 (比伐芦定) 预计收入约 1.1 亿元, 同比增长 40% 左右, 信利坦 (阿利沙坦酯) 预计销售 4000 万元, 比去年翻倍, 我们预计泰嘉较低增速与泰嘉在福建未中标有关, 同时二线品种在公司强大的心血管学术营销队伍下, 实现快速增长。在受到市场关注的泰嘉广东招标方面, 其已符合第三质量层次 (与原研赛诺菲产品同一层次), 有望凭借优质低价中标, 重回广东市场。二线产品比伐芦定临床疗效优于肝素, 在 PCI 指南中作为 I 类推荐, 国内市场竞争格局较好, 目前该产品处于快速放量期。

■ **产品质量优秀, 政策持续受益。** 公司产品泰嘉及原料药均通过欧盟认证, 并且泰嘉在十多个欧盟国家销售, 其高标准高质量得到认同, 二线产品比伐芦定、阿利沙坦酯疗效优越。公司在目前仿制药一致性评价中进展较为迅速, 主力产品氯吡格雷正在进行进食和空腹条件下生物等效性试验。仿制药一致性评价完成后, 按照药品通用名确定医保支付标准将进一步促进泰嘉的进口替代。

■ **营销能力较强, 心血管平台价值将逐步显现。** 公司具备强大的心血管学术营销队伍, 渠道遍及全国二、三级医院, 并逐步将渠道下沉。目前, 公司在心血管类药物、器械方面布局逐渐丰富, 药物方面涵盖氯吡格雷、比伐芦定、阿利沙坦酯等优质品种, 在心血管器械方面, 公司通过并购等方式布局了左心耳封堵器、腔静脉过滤器以及脑动脉药物洗脱支架、下肢动脉药物洗脱支架等。这些产品上市后将直接嫁接公司已建立的强大的心血管学术营销队伍, 发挥协同效应, 公司将有望成为未来国内心血管领域整体解决方案提供商。

**盈利预测与建议**

公司是国内心血管专科药物龙头, 发展前景广阔。公司心血管药物品质优秀, 同时营销能力较强, 短期发展较为稳健。政策持续受益, 外延拓展在心血管药物、器械领域布局完善, 中长期将显著受益于国内老龄化加速背景下的心血管治疗市场蓬勃发展。我们看好公司的长期发展, 预计公司 2017-2019 年 EPS 为 1.47、1.63、1.80 元, 同比分别增长 10.10%、10.82%、10.54%, 当前股价对应的估值分别为 19.4X、17.5X、15.8X。维持“推荐”的评级。

■ 风险提示

1、 招标进展慢于预期；2、 泰嘉降价风险；3、 产品竞争激烈；

表1 主要财务指标

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3833.5	4235.6	4649.0	5077.7
同比增长	10.2%	10.5%	9.8%	9.2%
净利润	1396.4	1537.5	1703.8	1883.4
同比增长	10.3%	10.1%	10.8%	10.5%
毛利率	75.2%	75.8%	75.9%	76.0%
净资产收益率	26.1%	23.9%	22.4%	21.3%
每股收益	1.34	1.47	1.63	1.80

数据来源：wind，爱建证券研究所

**附： 公司财务报表预测(单位：百万元)**

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	817.97	1013.30	1993.91	3023.55	4135.87		经营性现金净流	1054.42	1433.61	1394.60	1504.97	1658.70
应收和预付款项	1457.87	1510.38	1941.00	1847.19	2289.84		投资性现金净流	-445.88	-530.00	16.03	16.03	16.03
存货	340.54	323.44	212.16	375.23	261.80		筹资性现金净流	-458.51	-200.05	-430.01	-491.36	-562.41
其他流动资产	45.09	100.37	100.37	100.37	100.37		现金流量净额	152.73	707.14	980.62	1029.63	1112.32
长期股权投资	0.00	44.26	44.26	44.26	44.26							
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
固定资产和在建工程	1036.92	1081.71	1066.63	1051.54	1036.46							
无形资产和开发支出	1287.84	1342.15	1314.40	1286.65	1258.90							
其他非流动资产	153.73	364.74	340.76	316.78	316.78							
<b>资产总计</b>	<b>5139.96</b>	<b>5780.35</b>	<b>7013.49</b>	<b>8045.57</b>	<b>9444.27</b>		<b>财务分析及估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>收益率</b>					
应付和预收款项	379.08	248.69	405.90	279.71	435.74		毛利率	73.77%	75.22%	75.84%	75.86%	76.03%
长期借款	60.00	45.00	45.00	45.00	45.00		三费/销售收入	29.98%	30.86%	31.78%	31.36%	30.98%
其他负债	5.25	26.59	26.59	26.59	26.59		EBIT/销售收入	42.55%	42.26%	41.96%	41.95%	42.09%
<b>负债合计</b>	<b>444.33</b>	<b>320.28</b>	<b>477.49</b>	<b>351.31</b>	<b>507.33</b>		EBITDA/销售收	44.92%	45.44%	43.42%	43.28%	42.84%
股本	1046.02	1046.02	1046.02	1046.02	1046.02		销售净利率	36.51%	36.26%	36.29%	36.64%	37.08%
资本公积	181.94	181.94	181.94	181.94	181.94		<b>资本获利率</b>					
留存收益	3361.56	4132.37	5208.61	6367.20	7610.25		ROE	27.58%	26.05%	23.89%	22.43%	21.31%
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>4589.51</b>	<b>5360.33</b>	<b>6436.56</b>	<b>7595.15</b>	<b>8838.21</b>		ROA	28.79%	28.03%	25.34%	24.24%	22.63%
少数股东权益	106.12	99.74	99.44	99.11	98.74		ROIC	39.74%	33.92%	32.99%	35.46%	37.81%
<b>股东权益合计</b>	<b>4695.63</b>	<b>5460.07</b>	<b>6536.00</b>	<b>7694.26</b>	<b>8936.94</b>		<b>增长率</b>					
负债和股东权益合计	5139.96	5780.35	7013.49	8045.57	9444.27		销售收入增长率	20.64%	10.23%	10.49%	9.76%	9.22%
<b>利润表(百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		EBIT 增长率	23.36%	9.50%	9.69%	9.74%	9.60%
利润表							EBITDA 增长率	23.41%	11.52%	5.57%	9.41%	8.11%
营业收入	3477.69	3833.49	4235.62	4649.02	5077.66		净利润增长率	21.69%	9.48%	10.59%	10.82%	10.54%
减：营业成本	912.29	949.88	1023.33	1122.27	1217.12		总资产增长率	17.80%	12.46%	21.33%	14.72%	17.38%
营业税金及附加	50.68	64.93	71.74	78.74	86.00		股东权益增长率	21.43%	16.80%	20.08%	18.00%	16.37%
营业费用	775.14	852.07	977.73	1073.16	1172.11		经营营运资本增长率	32.39%	14.04%	9.75%	10.67%	8.58%
管理费用	280.80	362.37	400.39	439.47	479.98		<b>资本结构</b>					
财务费用	-13.47	-31.49	-32.08	-54.78	-78.96		资产负债率	8.64%	5.54%	6.81%	4.37%	5.37%
资产减值损失	6.96	3.61	4.92	4.92	4.92		投资资本/总资	77.29%	78.37%	66.01%	59.19%	51.85%
加：投资收益	13.18	-1.26	0.00	0.00	0.00		带息债务/总负	13.50%	14.05%	9.42%	12.81%	8.87%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		流动比率	6.92	10.97	9.97	17.83	14.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		速动比率	5.92	9.39	9.24	16.25	14.10
<b>营业利润</b>	<b>1478.48</b>	<b>1630.85</b>	<b>1789.59</b>	<b>1985.23</b>	<b>2196.49</b>		股利支付率	36.15%	0.00%	30.00%	32.00%	34.00%
加：其他非经营损益	13.01	19.63	18.86	18.86	18.86		收益留存率	63.85%	100.00%	70.00%	68.00%	66.00%
<b>利润总额</b>	<b>1491.49</b>	<b>1650.48</b>	<b>1808.45</b>	<b>2004.09</b>	<b>2215.34</b>		<b>资产管理效率</b>					
减：所得税	221.81	260.44	271.27	300.61	332.30		总资产周转率	0.68	0.66	0.60	0.58	0.54
<b>净利润</b>	<b>1269.67</b>	<b>1390.04</b>	<b>1537.18</b>	<b>1703.48</b>	<b>1883.04</b>		固定资产周转率	3.70	3.91	3.97	4.42	4.90
减：少数股东损益	3.75	-6.38	-0.30	-0.33	-0.37		应收账款周转率	2.45	2.71	2.23	2.67	2.27
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1265.92</b>	<b>1396.41</b>	<b>1537.48</b>	<b>1703.81</b>	<b>1883.41</b>		存货周转率	2.68	2.94	4.82	2.99	4.65

数据来源：wind，爱建证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

## 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

## 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要免责声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com