

埃克替尼迎来医保放量期，在研品种丰富



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——贝达药业 (300558)

核心观点

❖ 埃克替尼进入医保执行阶段，迎来放量期

公司主要产品埃克替尼是一种口服表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂，其主要针对既往接受过化疗方案失败后的局部晚期或转移性非小细胞肺癌。今年初埃克替尼开始全面执行国家谈判价格，降价幅度达 54%。受此影响公司前三季度仅实现主营业务收入 7.68 亿元，同比下降 2.42%。但今年上半年埃克替尼销量实现同比增长 55.86%。随着近期地方医保政策相继落地，医保红利将开始逐步体现，预计埃克替尼 2018 年销售额或达 13 亿元。未来随着肺癌靶向药渗透率提升、产品市占率及适应症扩展等因素作用，产品收入峰值有望达 16 亿元。

❖ 公司研发管线丰富，布局具有优势

在研管线方面，公司现拥有 2 个 III 期新药 (X-396, CM082)、4 个 II 期新药；1 个 III 期生物类似药。其中 X-396 国内二线用药预计 2018 年下半年完成临床并于 2019 年底前获批，有望成为中国地区首先上市的二代 ALK 抑制剂，抑制效果比克唑替尼提升约 10 倍，未来销售峰值或达 20 亿元。CM082 是舒尼替尼 Me-better 类药物，肿瘤适应症销售峰值有望超 10 亿人民币，作为 First-in-class 药物，眼科适应症国内销售峰值预计也将超 10 亿元，全球销售峰值或达百亿。同时，预计 2020 年，公司在研产品中 CM082、贝伐单抗和埃克替尼乳膏有望全部获批上市，继续充实公司产品线。2018 年公司现有在研管线整体估值水平不低 196 亿元。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

在埃克替尼降价进医保后，其未来销售有望持续放量，同时，公司在研产品线丰富，布局具有优势。预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 10.47、13.25、16.30 亿元，归属于母公司净利润分别为 2.77、3.49、4.25 亿元，折合 EPS 分别为 0.69、0.87、1.06 元/股，对应 PE 分别为 86.01、68.22、55.99 倍。采用 5 倍市销率对公司进行估值，2018 年预计公司市值不低于 276 亿元，现在市值 238 亿元，公司估值仍有一定的上升空间，故首次覆盖予以“增持”评级。

❖ 风险提示：新药研发不及预期；产品销售不及预期。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	1035	1047	1325	1630
+/-%	13%	1%	27%	23%
净利润(百万)	369	277	349	425
+/-%	7%	-25%	26%	22%
EPS(元)	0.92	0.69	0.87	1.06
PE	64.51	86.01	68.22	55.99

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	医药生物
报告时间	2017/12/12
前收盘价	59.35 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002
010-66495688
yangouwen@cczq.com

👤 联系人

周豫

证书编号：S1100117080006
010-66495936
zhouyu@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、	贝达药业——打造总部在中国的国际制药企业	4
1.	公司基本情况	4
2.	降价影响消除，产品销量增长稳定	6
3.	公司研发能力强，在研管线丰富	8
二、	埃克替尼进入医保执行阶段，迎来放量期	11
1.	我国肺癌高发，公司产品适用人群广泛	11
2.	肺癌药物市场高增速，靶向治疗药物占比或提升	13
3.	埃克替尼迎来销售拐点，未来或可达 16 亿元	16
三、	公司研发管线丰富，布局具有优势	20
1.	二代 ALK 抑制剂 X-396 或国内率先上市	20
2.	CM082 是舒尼替尼 Me-better 药物，眼科适应症获批值得期待	23
3.	帕妥木单抗已申请进口，国内市场空间广阔	27
四、	2018 年估值达 276 亿，具备较高增长潜力	29
1.	国内创新药公司估值比较	29
2.	公司在研产品线估值	29
	风险提示	31
	盈利预测	32

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2017 年 11 月 14 日)	6
图 3: 2013-2017 年 Q3 公司主营业务收入 (百万元)	7
图 4: 2013-2017 年 Q3 公司归属上市公司股东净利润 (百万元)	7
图 5: 2013-2017 年 H1 公司推广费用占收入比重情况	8
图 6: 公司战略布局	9
图 7: 公司研发人员占比情况	10
图 8: 2013-2017 年 H1 研发费用及占收入比重情况	10
图 9: 我国肿瘤发病率及人群状况	11
图 10: 2011-2015 年 50 岁以上人口数量占全国总人口比例 (%)	12
图 11: 我国肺癌药物市场规模及增长率	14
图 12: 我国靶向类抗肿瘤药销售额及增长率	15
图 13: 我国肺癌小分子靶向药物市场规模及市占率情况	16
图 14: 2013-2016 年埃克替尼销售及赠药数据情况 (万片)	17
图 15: 2012-2016 年埃克替尼、吉非替尼及厄洛替尼 PDB 样本销售额 (百万元)	20
图 16: X-396 (爱沙替尼) 研发历程	21
图 17: X-396 (爱沙替尼) 与克唑替尼做头对头研究的 II 期临床试验数据	22
图 18: 2012-2016 年舒尼替尼 PDB 样本销售额 (百万元)	24
图 19: 2012-2016 年舒尼替尼全球销售额 (亿美元)	25
图 20: 雷珠单抗和阿柏西普全球销售额 (亿美元)	26
图 21: 帕妥木单抗全球销售额 (亿美元)	28
图 22: 中美结直肠癌年新增患者人数	28
表格 1 中国癌症死亡率情况 (每 10 万人)	12
表格 2 抗肿瘤药物及分类情况	14
表格 3 2013-2016H1 公司埃克替尼产销情况	16
表格 4 肺癌靶向治疗药物市场规模预测	18
表格 5 NCCN 非小细胞肺癌治疗指南	19
表格 6 X-396 (爱沙替尼) 研发进度	23
表格 7 可比公司估值比较	29
表格 8 公司已进入临床的在研新药情况	30
表格 9 药物开发过程各阶段至最后上市成功率	30
表格 10 公司产品线估值情况	31

一、 贝达药业——打造总部在中国的国际制药企业

1. 公司基本情况

公司是一家由海归博士团队创办的以自主知识产权创新药物研究和开发为核心，集研发、生产、营销于一体的国家级高新制药企业。自 2003 年成立以来，始终致力于拥有自主知识产权的国家一类新药的研发和生产，针对的领域为恶性肿瘤、糖尿病、心脑血管等严重影响人们健康的疾病。

2011 年，公司自主研发的国家一类新药盐酸埃克替尼（商品名称：“凯美纳”）获国家食品药品监督管理局颁发的新药证书和生产批文，并于 7 月份正式上市销售。2012 年，凯美纳被列入美国权威机构发布的新药研发年度报告，获世界知识产权组织(WIPO)和中国国家知识产权局联合颁发的“专利金奖” 2013 年浙江省科学技术一等奖。2013 年 8 月，世界顶级杂志《柳叶刀肿瘤篇》首次全文刊发凯美纳 III 期临床研究成果，并评价“埃克替尼开创了我国抗癌药研发的新纪元”。

2010 年公司引进了美国礼来制药战略投资，并被评为“浙商最具投资价值企业”。2013 年 5 月 10 日，公司与全球生物制药巨头-美国安进公司正式签署战略合作协议，成立贝达安进制药有限公司，并于 9 月正式挂牌成立，落户浙江省海创园，共同推进安进公司抗癌药物帕妥木单抗在中国的市场化。

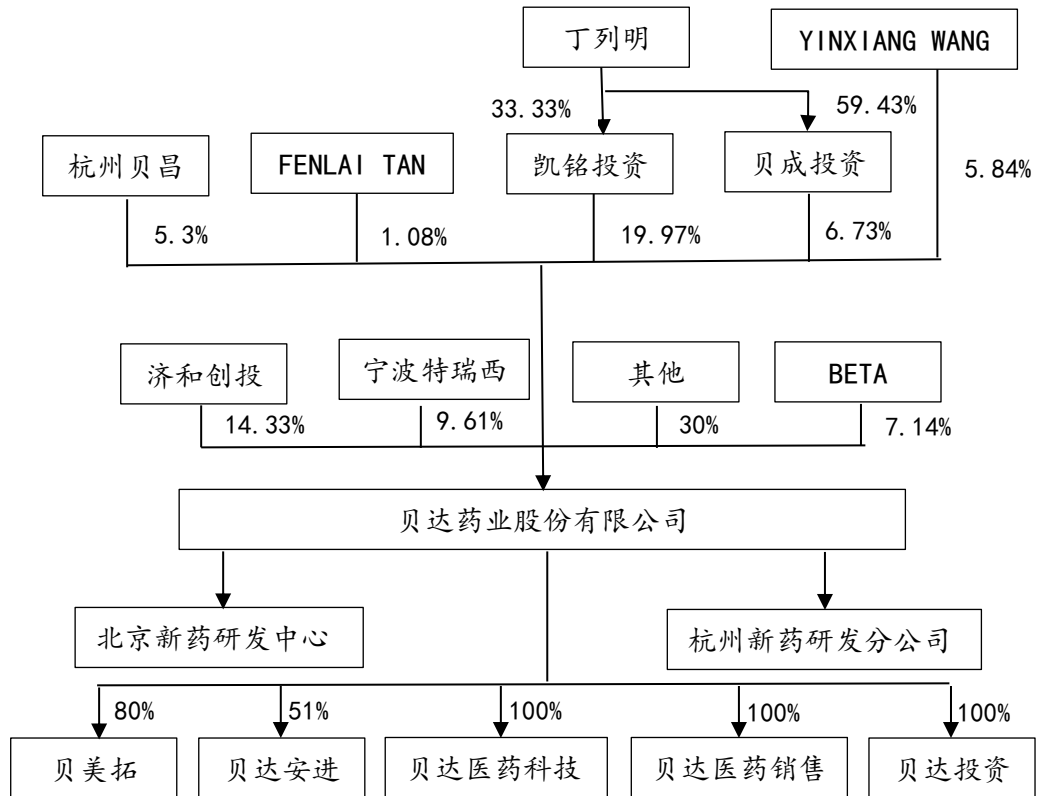
图 1：公司发展历程



资料来源：公司资料，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 2：公司股权结构（截至 2017 年 11 月 14 日）



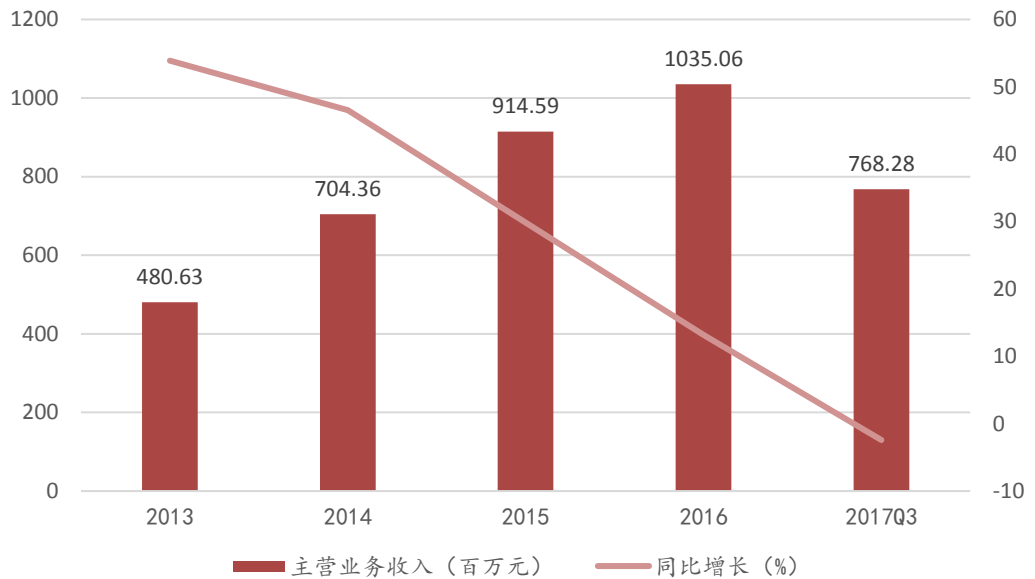
资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 降价影响消除，产品销量增长稳定

现阶段公司主要产品为埃克替尼，埃克替尼作为我国第一个小分子靶向抗癌药物，于 2011 年上市销售，截至 2017 年上半年其占公司主营业务收入和毛利的比例均在 99% 以上。

2013-2016 年公司主营业务收入稳步增长，从 4.81 亿增长至 10.35 亿，年均复合增长率为 29.14%。由于去年埃克替尼进入了首批国家药品价格谈判目录，并从今年一月起已实行最新谈判价格，谈判价格为 1399 元/盒，价格降幅达 54%，导致公司 2017 年 1-9 月，仅实现主营业务收入 7.68 亿元，同比下降 2.42%。

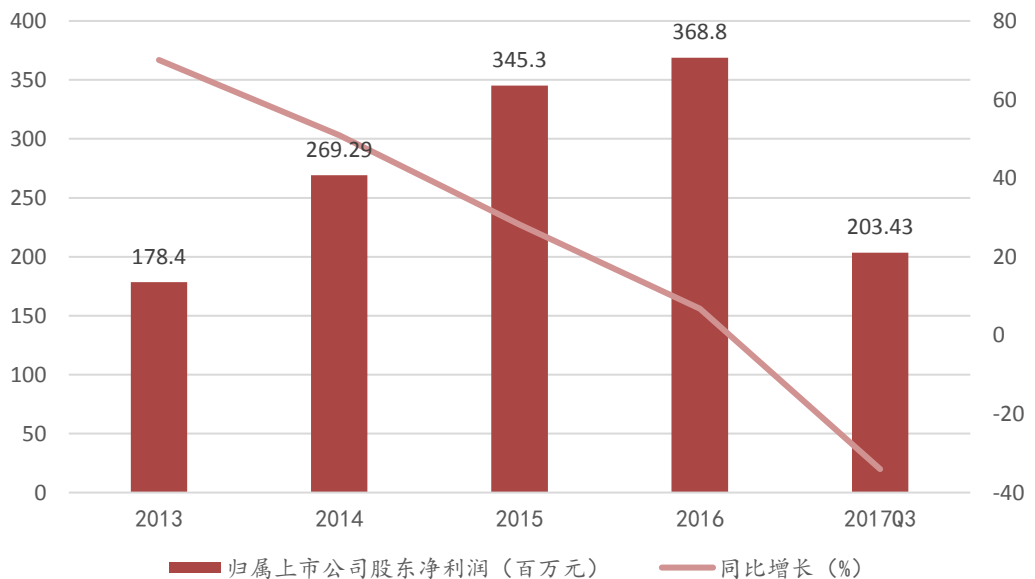
图 3：2013-2017 年 Q3 公司主营业务收入（百万元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

从归属上市公司股东净利润情况来看，净利润从 2013 年的 1.78 亿元增长到 2016 年的 3.69 亿元，年复合增长率为 27.39%。2017 年 1-9 月归属上市公司股东净利润为 2.03 亿元，同比下降 34.03%。

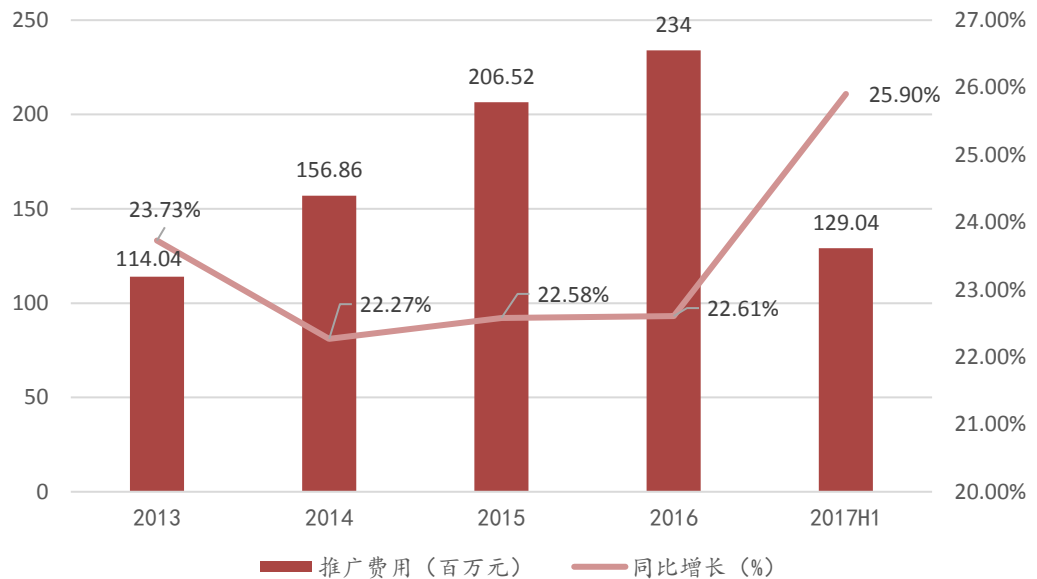
图 4：2013-2017 年 Q3 公司归属上市公司股东净利润（百万元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

从公司推广费用上来看，公司 2014-2016 年都保持了较为稳定的水平，占收入比重约为 22%。2017 年受埃克替尼降价影响，上半年产品推广费用占收入比重略有提升，预计公司未来推广费用占总营收的比重将维持在 25% 左右。

图 5：2013-2017 年 H1 公司推广费用占收入比重情况

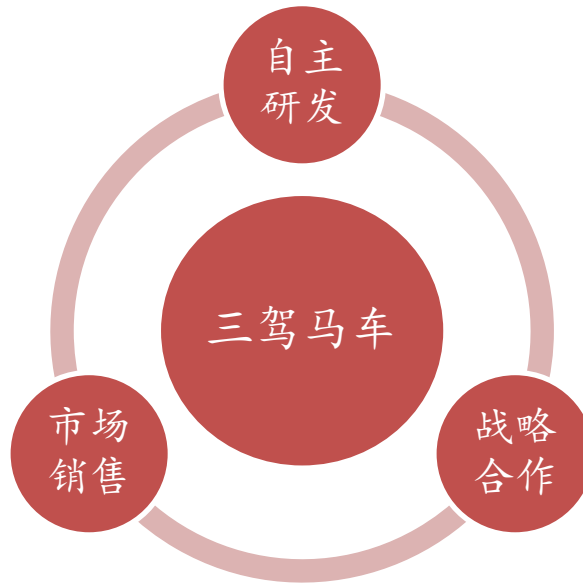


资料来源：Wind，川财证券研究所

3. 公司研发能力强，在研管线丰富

为实现公司更高更远的目标，公司始终坚持“三驾马车”战略——自主研发、市场销售、战略合作，抢抓机遇，创新发展，全面布局诊断-药物治疗全产业链，打造生物医药创新创业生态圈。

图 6：公司战略布局

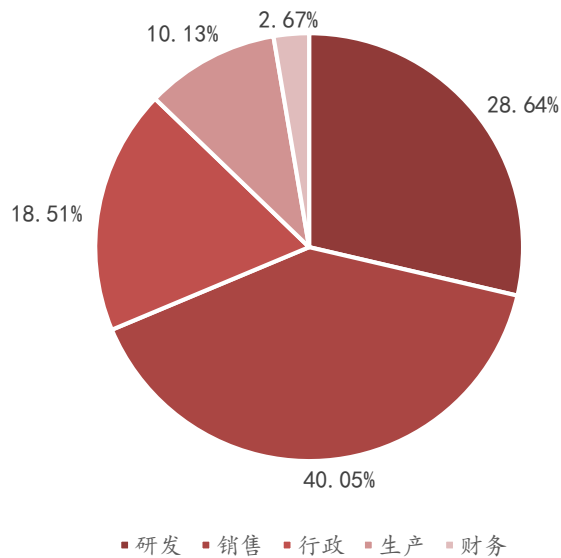


资料来源：公司资料，川财证券研究所

其中公司的自主研发是把现代生命科学的最新成果应用到疾病的治疗中，自主研发出效果更好、副作用更小的新药，使人们生活得更健康，更幸福。

公司现有 200 多名新药研发人员，其中 4 位博士入选了中共中央组织部“千人计划”，公司其他研发人员也均来自国内外知名高校及研发机构，拥有丰富的医药研发经验。在公司核心研发团队的带领下，截至 2016 年底，公司已获得中国境内发明专利 18 项、境外发明专利 91 项，并被认定为国家重点“高新技术企业”和“浙江省重点企业研究院”、浙江省院士专家工作站、浙江省创新示范企业、浙江省小分子靶向药物研发重点实验室、2015 年中国化学制药行业优秀企业等。公司已成功研发我国第一个拥有自主知识产权的小分子靶向抗癌药、国家 1 类新药埃克替尼，该新药产品获得了中国专利金奖 2 项、国家科学技术进步一等奖和中国工业大奖。同时公司还拥有丰富的在研项目储备，其中进入临床试验阶段的 1 类创新药有 5 个，2 类新药 1 个，还处于临床前研究阶段的 1 类新药有 10 个，治疗领域主要涉及抗肿瘤、糖尿病、心血管等。公司未来三年预计每年将有 1-2 个新药进入临床试验阶段，2020-2025 年预计会有多个药品上市销售，并有多项靶点产品在进行临床试验，相信公司雄厚的研发实力及丰富的在研项目储备有望为其未来的持续发展打下坚实基础。

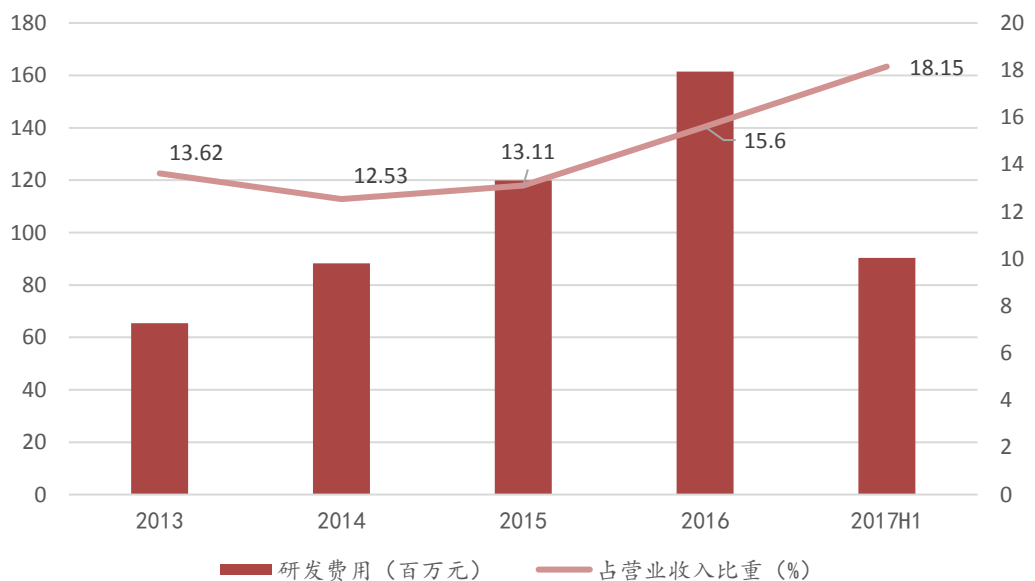
图 7：公司研发人员占比情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

从公司研发费用来看，从 2013 年开始一直呈现增长趋势，其中 2014-2017 上半年公司研发费用占收入总比重从 12.53% 快速提升至 18.15%，研发不断加码。

图 8：2013-2017 年 H1 研发费用及占收入比重情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

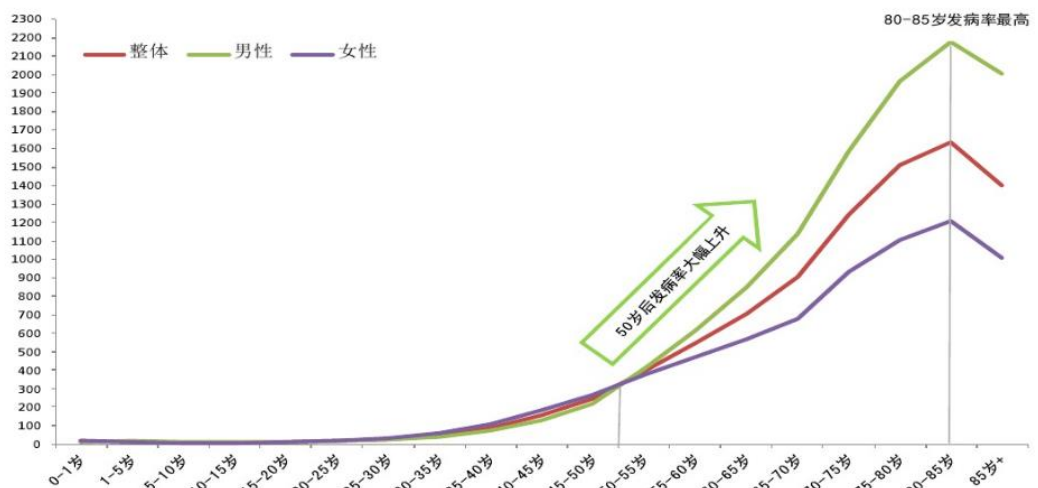
二、 埃克替尼进入医保执行阶段，迎来放量期

1. 我国肺癌高发，公司产品适用人群广泛

公司主要产品凯美纳（盐酸埃克替尼）是一种强效、高选择性的口服表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂,其主要针对既往接受过化疗方案失败后的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）。

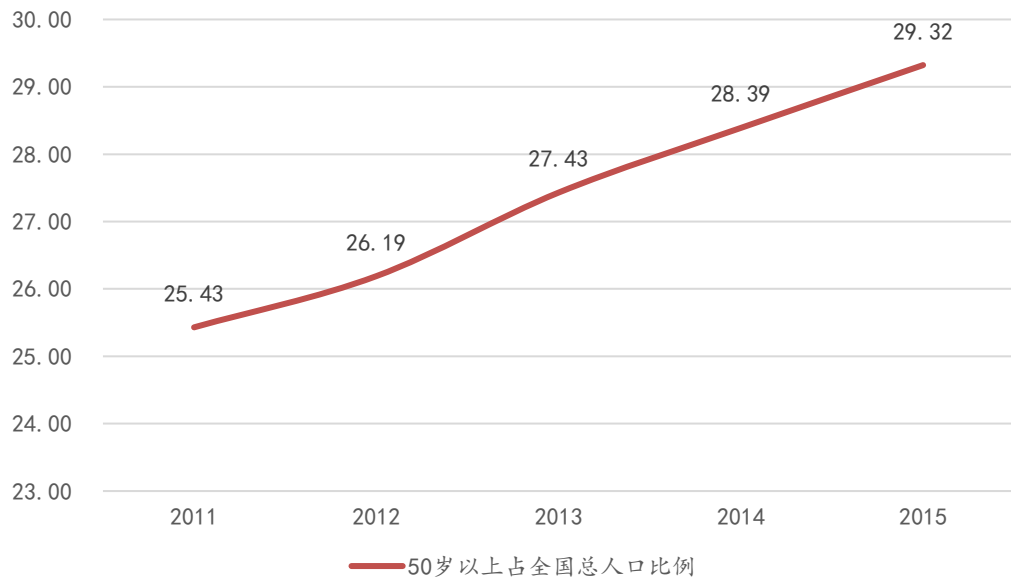
从我国癌症发病率角度来看，根据中国肿瘤登记年报的统计，50岁以上人群肿瘤发病率会出现大幅上升，另一方面，我国现阶段处于人口老龄化时期，50岁以上人口数量占全国总人口比重又不断提升。在此双重作用影响下，预计未来我国肿瘤人群数量将持续增大。

图 9：我国肿瘤发病率及人群状况



资料来源：中国肿瘤登记年报，川财证券研究所

图 10: 2011-2015 年 50 岁以上人口数量占全国总人口比例 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

分癌症类型来看, 根据中国癌症中心统计的我国癌症死亡率数据情况, 无论是大城市、中等城市还是小城市, 肺癌都高居所有癌症死亡率的第一位, 且都远远高于第二位的高发癌症。由此可见, 肺癌或长期成为我国第一大高发癌症, 并呈现患病人群持续增加的趋势。

表格 1 中国癌症死亡率情况 (每 10 万人)

大城市		中等城市		小城市	
种类	死亡率	种类	死亡率	种类	死亡率
肺癌	54.19	肺癌	47.79	肺癌	40.71
肝癌	21.80	胃癌	26.13	胃癌	25.91
胃癌	19.33	肝癌	25.89	肝癌	25.83
肠癌	19.08	食管癌	20.84	食管癌	18.99
乳腺癌	12.78	肠癌	12.41	肠癌	9.04
胰腺癌	8.96	乳腺癌	9.59	乳腺癌	8.44
食管癌	8.56	胰腺癌	6.88	脑癌	4.31
淋巴瘤	4.71	脑癌	4.46	胰腺癌	3.75
白血病	4.60	白血病	4.08	白血病	3.58
胆囊癌	4.44	淋巴瘤	3.37	淋巴瘤	2.45
总计	158.45	总计	161.44	总计	143.01

资料来源: 中国癌症中心, 川财证券研究所

根据《临床肿瘤杂志》上《Cancer statistics in China,2015》的预期数据显示，我国 2015 年肺癌新增癌症患者和死亡人数分别为 73.33 万人和 61.02 万人。

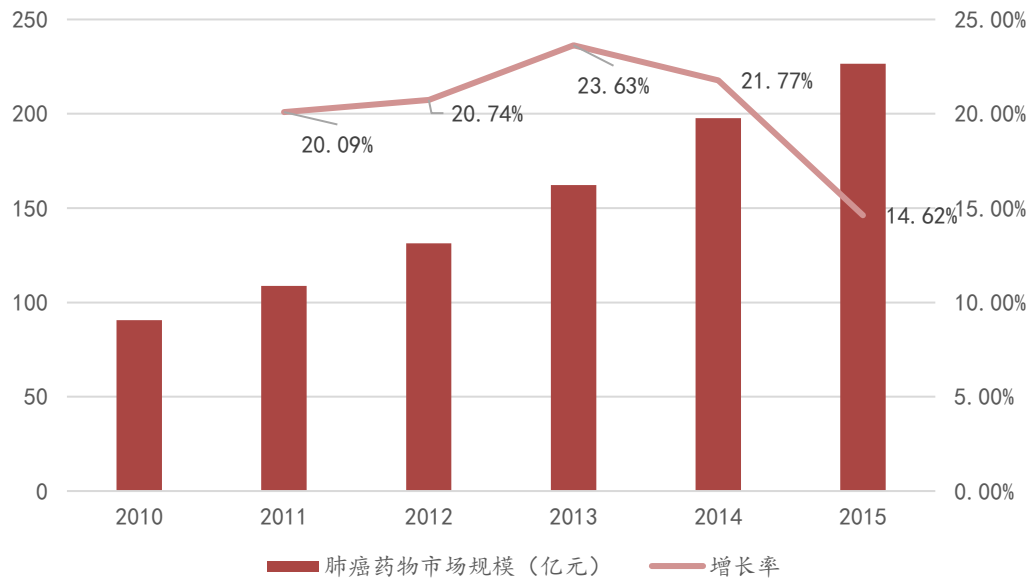
从中国医学科学院肿瘤医院披露的数据显示，预计到 2025 年，我国肺癌病人将达到 100 万，成为世界第一大肺癌大国。保守预计我国现阶段肺癌发病人数将近 80 万人/年。

从肺癌分型上看，主要包括 2 种类型：非小细胞肺癌和小细胞肺癌。根据美国癌症协会统计，非小细胞肺癌最为常见，占有所有肺癌患者的 85%左右，小细胞肺癌占剩余 15%左右。而对于 EGFR 突变的比例，根据 2014 年《胸部肿瘤学杂志》二月刊上 PIONEER 研究，亚裔人群（中国人占 73.8%）EGFR 总体突变率为 51.4%，约半数的 NSCLC 患者存在 EGFR 突变。也就是说，我国 EGFR 突变的肺癌患者占肺癌总患者人数为 43.70%，每年新增 EGFR 突变的肺癌患者将近 35 万人。

2. 肺癌药物市场高增速，靶向治疗药物占比或提升

随着我国肺癌患者的快速增长，肺癌药物市场规模也呈现较明显的上升趋势。2015 年，我国肺癌药物的市场规模达到 226.50 亿元，较 2014 年的 197.61 亿元增长 14.62%。从 2010 年的 90.53 亿元到 2015 年的 226.50 亿元，年均复合增长率为 21.13%，而我国抗肿瘤药物市场规模在 2010-2015 年年均复合增长率则为 17.7%。由此可见，肺癌药物市场规模增速显著高于癌症整体用药的市场规模增速。

图 11：我国肺癌药物市场规模及增长率



资料来源：《抗肿瘤药物市场研究分析报告》，川财证券研究所

我国抗肿瘤药物目前主要分为抗代谢药、植物来源的抗肿瘤药及其衍生物类、抗肿瘤激素类、抗肿瘤抗生素、烷化剂、铂类抗肿瘤、免疫刺激剂和靶向抗肿瘤等。

表格 2 抗肿瘤药物及分类情况

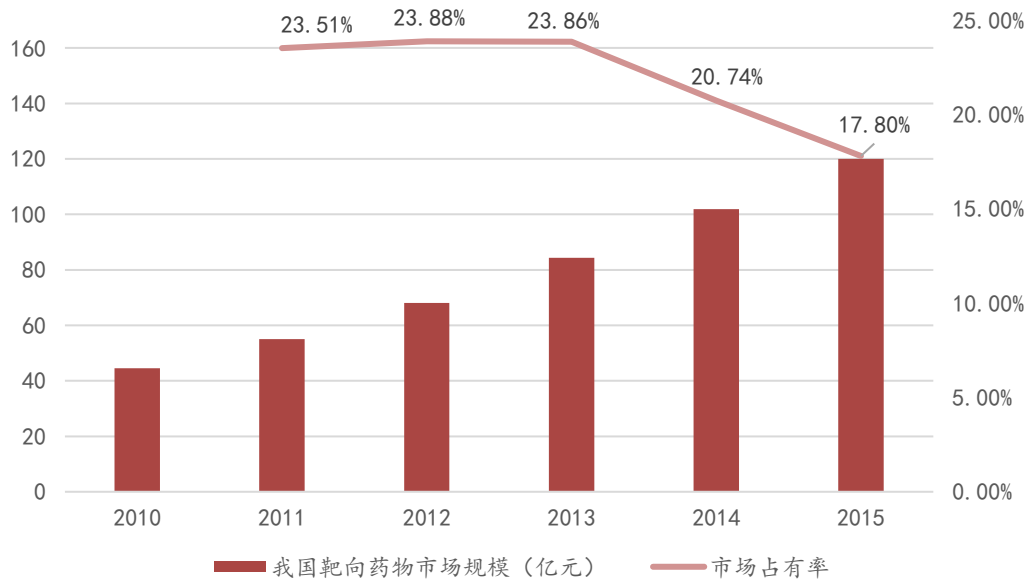
序号	药品分类	代表药物
1	抗代谢药	卡培他滨、吉西他滨、培美曲塞、阿糖胞苷、氟尿嘧啶
2	植物来源的抗肿瘤药及其衍生物类	紫杉醇、多西他赛、伊立替康、长春瑞滨、长春地辛
3	抗肿瘤激素类	戈舍瑞林、亮丙瑞林、来曲唑、他莫昔芬、甲羟孕酮
4	抗肿瘤抗生素	表柔比星、多柔比星、吡柔比星、柔红霉素、平阳霉素
5	烷化剂	环磷酰胺、异环磷酰胺、卡莫司汀、白消安
6	铂类抗肿瘤	卡铂、顺铂、奥沙利铂
7	靶向抗肿瘤	伊马替尼、吉非替尼、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗

资料来源：公司招股说明书，川财证券研究所

从全球来看，靶向药是最常用的抗肿瘤药物。在全球前 8 大抗肿瘤药中，分别各有 3 种大分子靶向抗癌药和 4 种小分子靶向抗癌药。2015 年合计销售规模分别为 210.77 亿美元及 154.73 亿美元，分别占 2015 年全球抗肿瘤药市场份额约 26.71% 及 19.61%，合计占抗肿瘤药市场的比例超过 40%。在我国，近年来随着人均收入以及医疗费用占比的不断提高，且靶向类抗肿瘤药

逐渐被医保接受，靶向类抗肿瘤药在整体抗肿瘤药物市场的市场份额日渐提升，2015年靶向药物的销售额为120.01亿元，较2014年的101.87亿元增长17.80%，2010年至2015年的复合增长率高达21.94%，也同样高于抗肿瘤整体用药市场的增速。

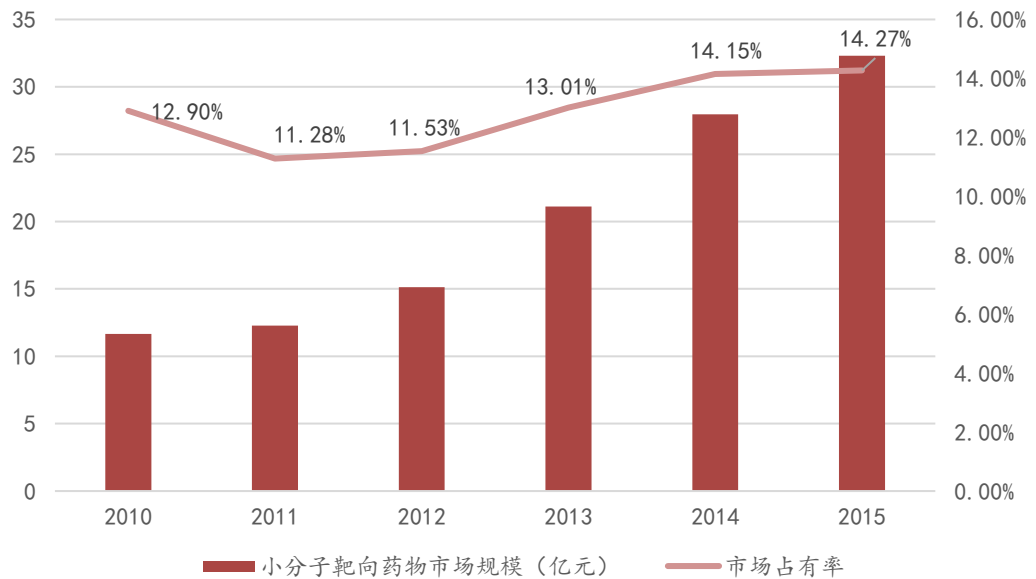
图 12：我国靶向类抗肿瘤药销售额及增长率



资料来源：《抗肿瘤药物市场研究分析报告》，川财证券研究所

其中，从小分子靶向肺癌药物市场规模来看。2015年，小分子靶向肺癌药销售额为32.31亿元，同比增长15.52%，占肺癌市场14.27%的销售份额，在我国靶向药物市场中占26.92%。

图 13：我国肺癌小分子靶向药物市场规模及市占率情况



资料来源：《抗肿瘤药物市场研究报告》，川财证券研究所

3. 埃克替尼迎来销售拐点，未来或可达 16 亿元

公司的主要产品埃克替尼是一种小分子靶向抗癌药物，主要用于治疗局部晚期或转移性非小细胞肺癌，所处细分市场为抗肿瘤药物市场，涉及肺癌治疗药物、靶向抗肿瘤药物等多个进一步细分的领域。

从 2017 年 1 月 1 日起，埃克替尼开始执行国家谈判价格，降价幅度达 54%，患者月均用药费用由之前的约 13000 元下降至 6000 元左右。但公司同时将 6 个月赠药政策改为约 10 个月赠药，实际支付费用由 7.8 万元封顶下降至 6 万元封顶。

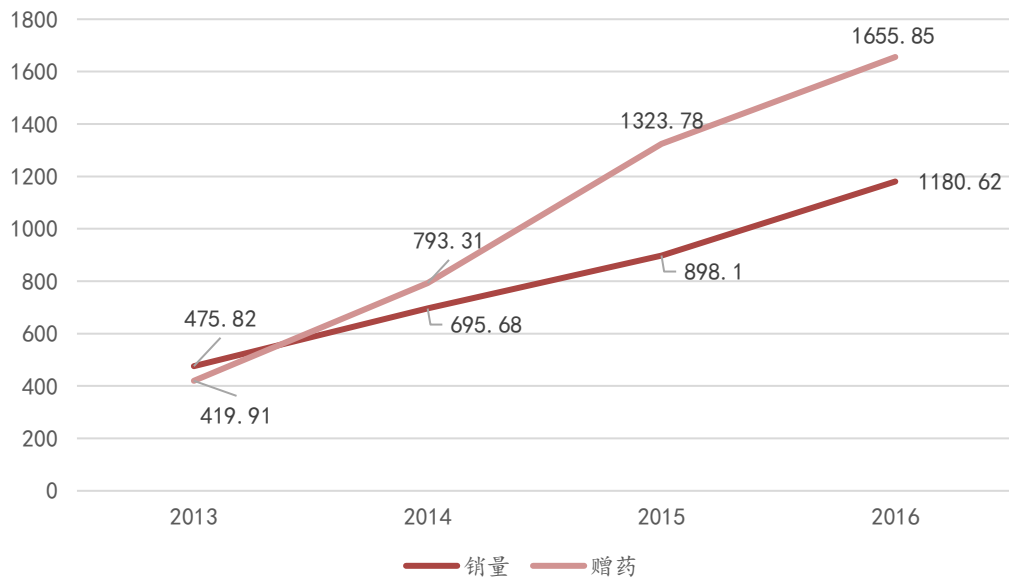
表格 3 2013-2016H1 公司埃克替尼产销情况

项目	2013	2014	2015	2016H1
产量 (万片)	971.54	1620.29	2346.67	1351.89
其中：IV 期临床研究用药	419.91	793.31	1323.78	791.61
销量 (万片)	475.82	695.68	898.10	511.17
平均销售单价 (元/片)	99.78	101.05	101.64	101.43
销售额 (万元)	47,480.53	70,299.48	91,287.70	51,845.55
产销率	86.26%	84.12%	87.80%	91.23%

资料来源：公司招股说明书，川财证券研究所

从公司公布的埃克替尼销量和赠药数据中可以看到，2014年开始，埃克替尼的赠药数已开始超过销量，且近两年来差额在逐渐扩大。相信随着公司赠药政策的改变，未来差额将会缩小，销量的增长或大幅超过赠药量的增长。

图 14：2013-2016 年埃克替尼销售及赠药数据情况（万片）



资料来源：贝达药业招股说明书，公司公告，川财证券研究所

2017 年上半年，埃克替尼销量同比增长 55.86%，2017Q2、Q3 分别实现销售收入 2.69、2.70 亿元，同比皆实现正增长。

另外，明年有望再叠加全国医保的拉动效应，埃克替尼的销量或持续大幅提升。根据埃克替尼各省市医保落实情况来看，截至 11 月底，已有 25 个省市落实了医保增补政策，部分执行较快的省份 11 月初已开始执行，但新进医保品种还面临医保代码申请等相关流程，结合相关流程所需时间，预计明年年初医保红利将开始逐步体现，埃克替尼 2018 年销售额或达 13 亿元水平。

根据我国每年新增 EGFR 阳性肺癌患者 35 万人，每人每年药物费用在 7.2 万元计算，我国肺癌靶向药物市场规模约 250 亿元。同时，现有肺癌小分子靶向药物销售规模仅 37 亿元左右，药物渗透率约为 15%。可见，在我国肺癌靶向治疗药物的渗透率还很低，预计随着肺癌靶向治疗药物被纳入国家医保报销目录中，未来该药物的整体销售规模将快速提升。

表格 4 肺癌靶向治疗药物市场规模预测

一线渗透率	20%	25%	30%	35%
每年新增 EGFR (+) 患者人数 (万人)	35	35	35	35
每年新增靶向用药患者人数 (万人)	7	8.75	10.5	12.25
单患者年均消费金额 (万元)	6	6	6	6
总计市场规模 (亿元)	42	52.5	63	73.5
埃克替尼市场占有率 (%)	28	28	28	28
埃克替尼市场规模预测 (亿元)	11.76	14.70	17.64	20.58

资料来源：医药魔方，川财证券研究所

从 2017 年 NCCN 版非小细胞肺癌的临床治疗指南上看，吉非替尼和厄洛替尼同是 EGFR 阳性 NSCLC 患者一线治疗用药，作为其竞争对手的埃克替尼为新型靶向生物制剂，是一种强效、高选择性的口服表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂，其作用机制与细胞毒性药物完全不同。埃克替尼是能够进入细胞内的小分子化合物，它与表皮生长因子受体 ATP 酶结合位点上的三磷酸腺苷竞争，阻断其酪氨酸激酶活性，进而阻断表皮生长因子受体的信号传导通路，阻断肿瘤细胞生长和进展的关键过程。体外研究数据表明，埃克替尼能够抑制肿瘤细胞的增殖、浸润和转移，促进细胞凋亡，且有抗肿瘤血管形成活性。在体内试验中，埃克替尼可以广泛抑制人肿瘤细胞的肿瘤生长，并提高化疗、放疗及激素治疗的抗肿瘤活性，在临床试验中已经证实埃克替尼对既往接受过化疗方案失败后的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）具有确切的抗肿瘤效应。同时，根据《柳叶刀》、《肺癌》、《肿瘤药学》、《中国新药杂志》等国内外权威医药学术期刊，从临床研究结果和产品上市后临床使用情况分析，埃克替尼的疗效与吉非替尼、厄洛替尼相当，而安全性更好，不良反应发生率更低，且目前的治疗费用只有进口药物的约三分之二，在晚期非小细胞肺癌靶向治疗领域竞争优势明显。埃克替尼上市后迅速被广大医生和患者接受和认可，2011 年产品上市以来至 2016 年 12 月 31 日，其销售收入年均复合增长率达到 75.13%。2016 年，埃克替尼在国内治疗肺癌的小分子靶向抗癌药物的市场占有率约为 28%。远期看，埃克替尼的市场规模或达 16 亿元以上。

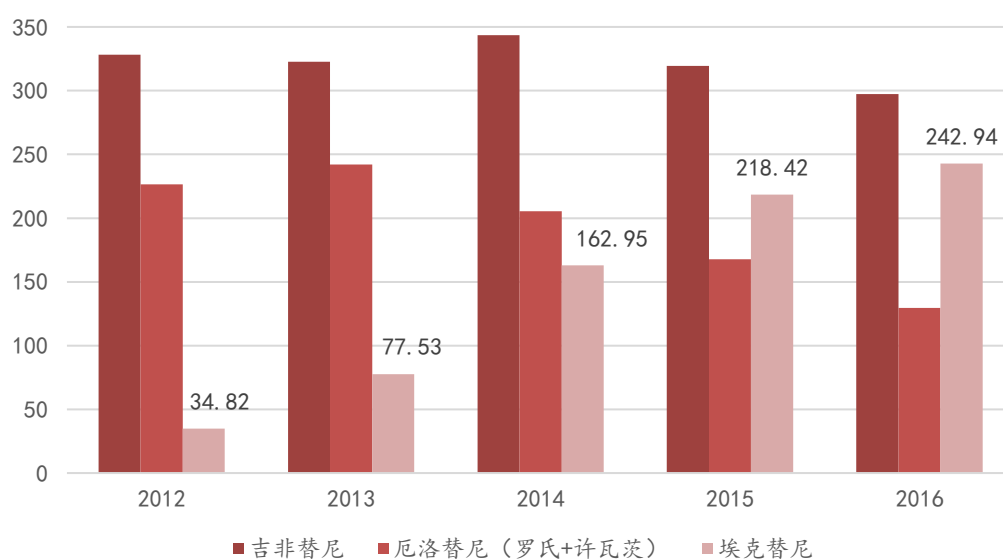
表格 5 NCCN 非小细胞肺癌治疗指南

检测结果	一线治疗	二线治疗	三线治疗
EGFR (-) ALK (-) ROS1 (-) 突变状况未知	含铂两药+贝伐单抗 顺铂/卡铂+培美曲塞 +吉西他滨 +多西他赛 +紫杉醇 +长春瑞滨 +长春碱 +白蛋白紫杉醇	纳武单抗 多西他赛 培美曲塞 (仅限非鳞) 雷莫芦单抗+多西他赛 厄洛替尼 吉西他滨	临床试验最佳支持治疗
EGFR (+) 51.4%	吉非替尼 厄洛替尼 阿法替尼	吉非替尼 厄洛替尼 阿法替尼 奥希替尼 (如果 T790M+)	派姆单抗 (PD-L1 表达水平 ≥50%) 一线治疗方案 (区分鳞癌和 腺癌) 阿法替尼+西妥昔单抗
ALK (+) 3-11%	艾乐替尼 (首选) 克唑替尼 色瑞替尼	艾乐替尼 克唑替尼 色瑞替尼 布加替尼	派姆单抗 (PD-L1 表达水平 ≥50%) 一线治疗方案 (区分鳞癌和 腺癌)
ROS1 (+) 1-2%	克唑替尼	派姆单抗 (PD-L1 表达水平 ≥50%) 一线治疗方案 (区分鳞癌和 腺癌)	临床试验最佳支持治疗
PD-L1 (+) EGFR (-) ALK (-) ROS1 (-) 突变状况未知	派姆单抗	一线治疗方案 (区分鳞癌和 腺癌)	临床试验最佳支持治疗

资料来源：2017 年版 NCCN 指南，川财证券研究所

现阶段，埃克替尼已获 EGFR 基因敏感突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者的一线治疗以及既往接受过至少一个化疗方案失败后的局部晚期或转移性非小细胞肺癌的二、三线治疗两个适应症，主要用于这些肺癌患者的临床治疗，同时公司也启动了埃克替尼用于早期 EGFR 基因敏感突变的非小细胞肺癌患者手术后的辅助治疗的注册 III 期临床研究。此外，公司还在开展埃克替尼未来可能应用于食道癌、鼻咽癌、胰腺癌等其他恶性肿瘤进行拓展研究。如埃克替尼能完成适应症扩展，产品的销售规模仍有继续提升的潜力。

图 15：2012-2016 年埃克替尼、吉非替尼及厄洛替尼 PDB 样本销售额（百万元）



资料来源：PDB，川财证券研究所

三、公司研发管线丰富，布局具有优势

1. 二代 ALK 抑制剂 X-396 或国内率先上市

2014 年起，公司与美国 Xcovery 公司签约共同开发新一代 ALK 抑制剂，X-396（通用名：爱沙替尼）。2016 年 8 月，国家 1.1 类靶向新药 X-396 获《药物临床试验批件》，批准进行 I II III 期临床试验。2017 年 4 月，公司通过贝达投资参与 Xcovery 公司的内部融资，本次内部融资完成后，公司已持有 Xcovery 公司 86.24% 的股份，控股 Xcovery 公司。2017 年 6 月，X-396 胶囊获得国家食品药品监督管理总局（CFDA）批准进入国际多中心临床研究。

图 16: X-396 (爱沙替尼) 研发历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

X-396 是全新的二代 ALK 靶点抑制剂，从知名度角度来看，不如 EGFR 靶点，且 ALK 基因突变主要针对年轻、不吸烟、女性患者，但从药物临床试验的效果来看，其抑制效果比第一代 ALK 抑制剂克唑替尼提升了约 10 倍。ALK 融合基因发现于 2007 年，全球非小细胞肺癌患者中突变频率为 3.4%，东方人群 4.1%，欧美人群 2.5%，中国 5.3%。我国每年新增 ALK 阳性 NSCLC 患者约 3.6 万人。

在 2017 年 5 月的 2017 欧洲肺癌大会（ELCC）和 6 月的美国临床肿瘤学会（ASCO）2017 年会上，公司公布了 X-396（爱沙替尼）针对 ALK 阳性非小细胞肺癌及脑转移患者的临床研究初期数据，显示出 X-396 在人体中良好的耐受性，以及对 ALK 阳性非小细胞肺癌的抗肿瘤活性。在 WCLC2017 年会上公司公布了最新与克唑替尼做头对头研究的 II 期临床试验数据，数据显示 15 例 225mg 组的一线治疗患者中，12 例 PR，ORR 为 87%，32 例二线治疗克唑替尼耐药患者中，1 例 CR，22 例 PR，ORR 为 72%。

图 17: X-396 (爱沙替尼) 与克唑替尼做头对头研究的 II 期临床试验数据

Overall Efficacy*				
Prior Therapy	CR	PR	SD	PD
ALK TKI Naïve	-	12 / 15 (80%)	1 / 15 (7%)	2 / 15 (13%)
Prior Crizotinib Only	1/32 (3%)	22 / 32 (69%)	8 / 32 (25%)	1 / 32 (3%)

*Evaluable ALK+ Patients at ≥ 200 mg who completed 1 cycle and had post baseline response assessment

- Two ALK TKI naïve patients that did not respond to ensartinib were ALK+ locally but ALK- via next generation sequencing
- The median duration of response in the ALK TKI naïve patients was 12.9+ months (4.7 – 36.9 months)
- In patients with central nervous system (CNS) target lesions, ensartinib had a 63% response rate including 3 complete responses and a 94% disease control rate

资料来源: WCLC 2017, 川财证券研究所

在公司最新公布的 PFS 数据中, X-396 中位 PFS 为 25.6 个月, 最长的患者超过 44 个月。而作为全球首款 ALK 抑制剂克唑替尼来讲, 其 PFS 仅为 10.9 个月, X-396 大幅提升了 ALK+NSCLC 患者的生存时长。

从公司最新披露的研发进展及跟 CDE 沟通的情况来看, X-396 将以 ALK+NSCLC 二线用药的 II 期临床数据直接报批上市。现阶段, X-396 (爱沙替尼) 144 例 II 期单臂、多中心临床研究正在招募病人, II 期临床有望于 2018 年底完成, 2019 年底前或获批上市, 其也大概率会超越罗氏制药的艾乐替尼, 实现中国地区首先上市的二代 ALK 抑制剂。我们预计, 在 ALK+NSCLC 一线用药方面, X-396 的上市时间也仅会比艾乐替尼推迟约 1 年半的时间。

表格 6 X-396 (爱沙替尼) 研发进度

药物	靶点	适应症	研发进度
X-396 (爱沙替尼)	ALK	ALK+NSCLC 1L	国内 I 期已入组 14 例, 7 个可评价, 入组已接近完成。266 例 III 期 MRCT 中国组 2018 年下半年或完成入组, 海外组已开始入组病人, 有望先于国内招募完成。
		ALK+NSCLC 2L	144 例 II 期单臂、多中心临床研究正在招募病人, 跟 CDE 充分沟通, 完成 II 期即可申请上市, 有望于 2018 年底完成, 2019 年底前获批上市。

资料来源: 贝达药业, 川财证券研究所

2. CM082 是舒尼替尼 Me-better 药物, 眼科适应症获批值得期待

CM082 是由美国 Tyrogenex 公司开发, 是针对血管内皮生长因子受体 (VEGFR) 和血小板衍生生长因子受体 (PDGFR) 靶点的口服抑制剂。通过战略合作的方式, 公司控股的卡南吉医药科技 (上海) 有限公司, 享有 CM082 在中国区域的专利权、开发权、生产权和销售权。2017 年 6 月 19 日, 公司发布公告: 完成公开摘牌收购卡南吉医药科技 (上海) 有限公司 22.5909% 股权暨全资控股卡南吉。此前, 公司已控股卡南吉 77.4091% 的股权。这意味着, 公司持有卡南吉 100% 的股权, 拥有其靶向新药 CM082 项目的完整权益。

CM082 是由舒尼替尼的发明人梁从新博士研发, 其与舒尼替尼具有相似的骨架结构, 为多靶点受体酪氨酸激酶抑制剂, 主要靶点为 VEGFR 和 PDGFR。其研发的目的在于改善舒尼替尼临床使用过程中较大的毒副作用, 而作为舒尼替尼 Me-better 类药物, 其临床试验上已表现出了良好的安全性和治疗效果。

在 2017 年 ASCO 会议上, CM082 联合依维莫司用于晚期肾癌的 I 期临床研究初步结果发布, 该研究成为本届 ASCO 大会泌尿肿瘤专题中唯一来自国内的临床研究并入选壁报展示。此项研究纳入至少接受过一线靶向治疗的晚期肾癌患者, 采用传统的 3+3 剂量递增原则, 具体给药方法: CM082 分别进行 100mg Qd, 150mg Qd, 200mg Qd 三个剂量水平递增, 依维莫司剂量固定为 5mg Qd, 研究自 2015 年 9 月至 2016 年 7 月共入组 22 例患者, 基本上既往均接受过一二线治疗。疗效方面: 共 20 例进行了疗效评价, 客观有效率为 30% (6/20), 其中 CM082 推荐剂量 200mg 组客观有效率为 35.7%

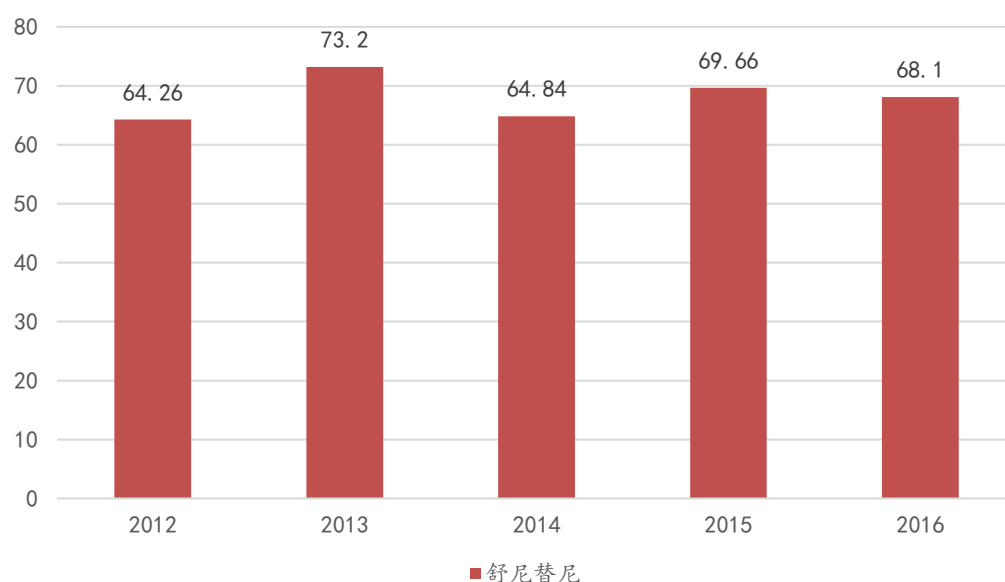
(5/14), 全部 22 例患者的中位无进展生存时间为 5.6 个月, 所有 14 例的推荐剂量组患者的中位 PFS 时间为 7.4 个月。从治疗效果上看, CM082 联合依维莫司初步疗效数据并不如乐伐替尼联合依维莫司 (ORR:43%, PFS:14.6

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

个月)显著,但这可能跟入组患者大多是三线治疗有关,2017年初公司已启动 216 例患者 CM082 联合依维莫司治疗肾癌的 II 期临床研究,这也是目前国内最大宗的晚期肾癌临床研究。从入组情况来看,进度还是比较快,预计 2018 年上半年能完成患者招募,2019 年下半年完成三期,2020 年完成试验获批上市。

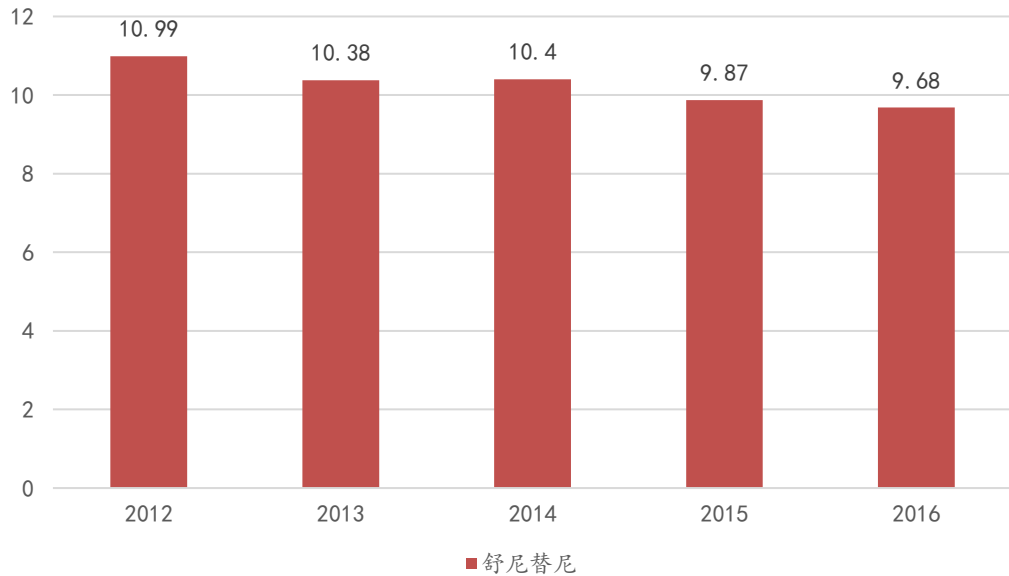
从市场空间上来看,我国每年新发肾癌患者人数为 7 万人左右,2016 年舒尼替尼 PDB 样本医药销售额达 6,810 万元,预计全国销售收入为 3-4 亿元。如 CM082 顺利上市,预计仅肿瘤适应症的国内销售收入即可达约 5 亿元,全球销售收入或超 10 亿元人民币。

图 18: 2012-2016 年舒尼替尼 PDB 样本销售额 (百万元)



资料来源: PDB, 川财证券研究所

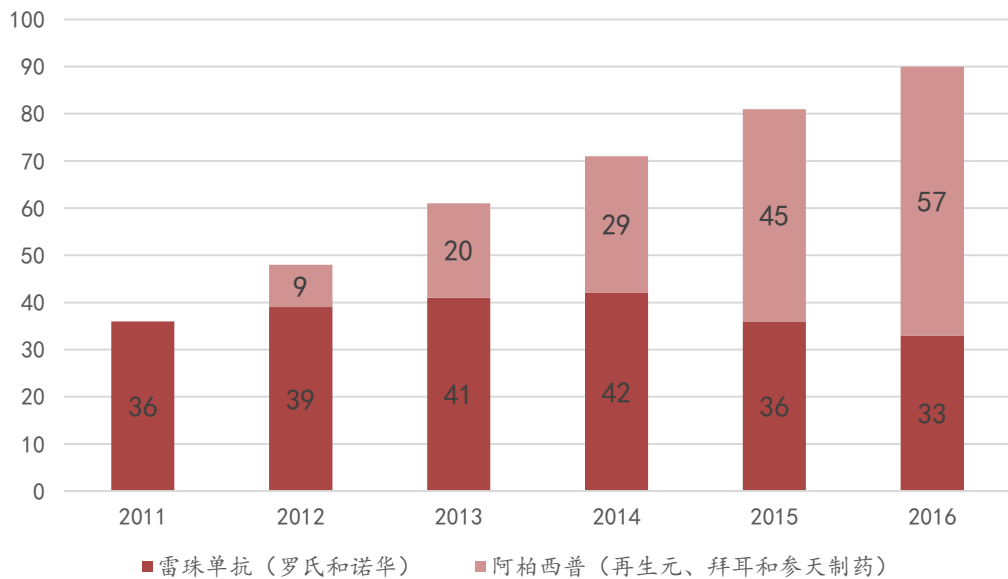
图 19：2012-2016 年舒尼替尼全球销售额（亿美元）



资料来源：PDB，川财证券研究所

另外，CM082 的另外一个适应症是年龄相关性黄斑变性（AMD），该病是引起全球 50 岁及以上老人失明的最常见原因。10%的 AMD 为新生血管渗漏型（即湿性），但其引起的失明却占到 90%。直接抑制血管内皮生长因子/血小板生长因子（VEGF/PDGF）的药物可对湿性 AMD 发挥治疗作用。目前有四种抗 VEGF 新药（雷珠、贝伐、阿柏西普、康柏西普）已在临床得到广泛应用，也表现出良好的治疗效果。其中最为知名和成功的代表为罗氏公司的雷珠单抗。但这些药物的共同点之一为都是眼底注射给药的生物药，其运输、储存、使用都很不便，而且患者需每个月或每两个月一次玻璃体内注射；同时这类药的价格都很昂贵，患者需年支出 10 万元左右，这两个特点严重限制了它们的应用范围。

图 20：雷珠单抗和阿柏西普全球销售额（亿美元）



资料来源：医药魔方，川财证券研究所

CM082 是 VEGF/PDGF 双靶点抑制剂，其治疗湿性 AMD 的临床研究在美国已进行了两年多，在中国的临床试验也于 2015 年 2 月启动。美国临床试验已完成了超过 50 位受试患者的试验，他们对 CM082 表现了非常好的耐受性，没有出现重大或剂量限制性毒性。在总计 163 个受试者里，全体病人总共只接受了 8 次眼底注射雷珠单抗以防止病情恶化。这个结果相当于平均每人每年接受 0.59 次眼底注射，远低于单用雷珠单抗平均每人每年需要至少 7 次眼底注射的要求。89% 的受试者不需要任何眼底注射就保持了视力不恶化或有所改善。截止目前，公司已经获得包括年龄相关性黄斑变性在内的共 4 个眼科适应症的临床批件，还包括糖尿病并发黄斑水肿/视网膜静脉阻塞继发黄斑水肿/病理性近视脉络膜新生血管。如果 CM082 的研发获得成功，它将成为全球第一个有效治疗湿性 AMD 的口服药，具有极大的社会价值和学术价值，将成为 First-in-class 新药，保守估计未来市场空间或高达 15 亿美金。

今年年中公司战略合作伙伴美国 Tyrogenex 公司在 JAMA（美国医学会杂志）发表题为《Oral Tyrosine Kinase Inhibitor for Neovascular Age-Related Macular Degeneration: A Phase 1 Dose-Escalation Study》（中文标题为《口服酪氨酸激酶抑制剂用于新生血管性年龄相关性黄斑变性：一项 I 期剂量爬坡研究》”）的文章，披露了 CM082 治疗新生血管性年龄相关性黄斑变性（AMD）的 I 期临床研究结果。该项研究由伦敦国王学院附属医院眼科专家、视网膜研究专家 Timothy L.Jackson 博士主导，是一项开放、非对照的 I

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

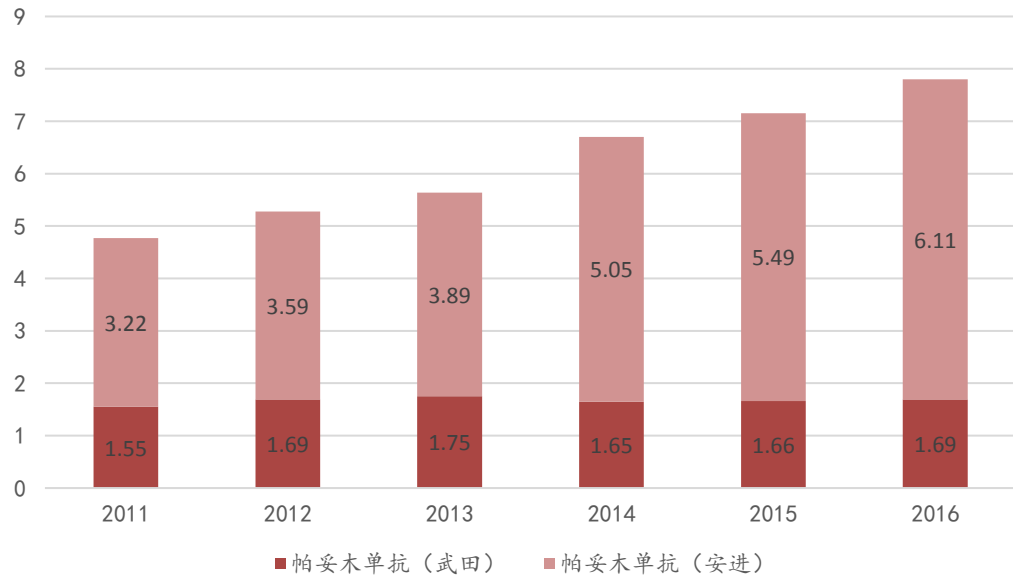
期临床研究，共有 35 名伴有新生血管性年龄相关性黄斑变性的受试者入组，采用口服给药的方式，分别进行了 50mg qod、50mg qd、100mg qod、100mg qd、200mg qd 和 300 mg qd 的剂量爬坡试验（qd：一日一次，qod：隔日一次）。该试验评估了 CM082 的安全性和初步疗效，试验期间未出现严重不良反应，其中有 60% 的受试者不需要另外进行抗 VEGF 药物的注射，反映出 CM082 已具有初步的治疗效果。虽然这只是一项安全性研究，但是研究结果足以说明 CM082 具有较强的生物活性。目前治疗新生血管性年龄相关性黄斑变性的方法是反复进行眼内注射治疗，给患者和医生带来很大的麻烦，CM082 通过口服的方式来治疗新生血管性年龄相关性黄斑变性具有突破性意义。我们相信该项研究结果为后续的临床开发，以及即将开展的 CM082 的 II 期临床试验（APEX 研究）奠定了基础。

3. 帕妥木单抗已申请进口，国内市场空间广阔

2013 年 9 月 26 日，贝达药业与美国安进公司在杭州宣布，经中国政府相关机构的批准，双方筹建的合资公司正式挂牌成立，合资公司的正式名称为贝达安进制药有限公司，总部设在杭州，负责将安进公司抗结直肠癌药物帕妥木单抗（Vectibix、panitumumab、帕尼单抗）引入中国市场。贝达药业将拥有该合资公司 51% 的权益，安进公司通过其子公司-安进大中华区有限公司拥有该合资公司 49% 的权益。

目前帕妥木单抗国内尚无任何一家企业获批，从全球的销售额来看，2016 年帕妥木单抗全球销售收入达 7.8 亿美金。2011-2016 年年均复合增长率达 10.34%。

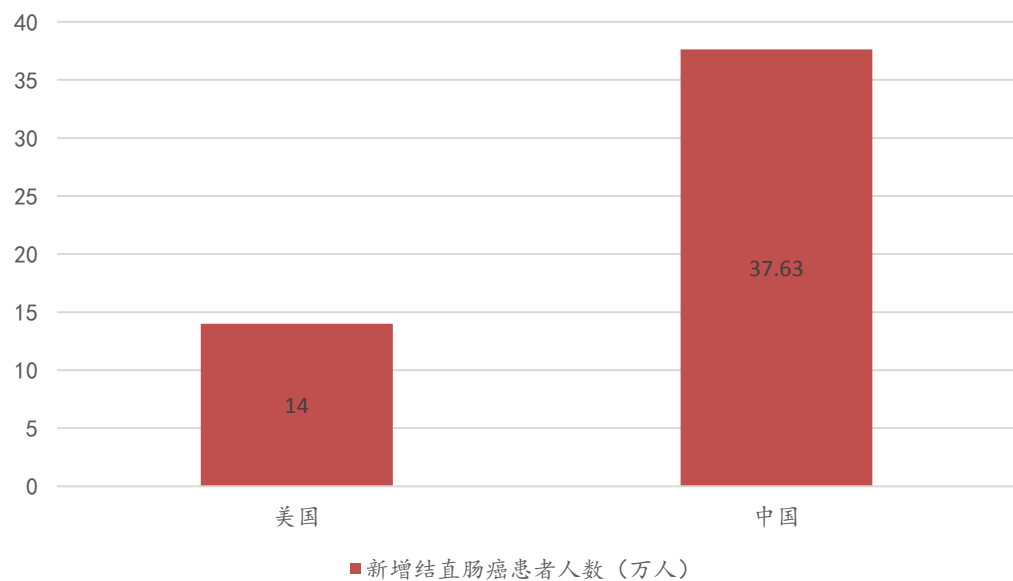
图 21：帕妥木单抗全球销售额（亿美元）



资料来源：医药魔方，川财证券研究所

中国 2015 年新增结直肠癌患者人数高达 37.63 万人，新增规模为美国的 2.69 倍，中国每年新增结直肠癌患者的比例约占全球新增人数的 1/3，未来我国有望成为全球帕妥木单抗第一大市场，国内潜在市场空间约 15 亿元人民币。

图 22：中美结直肠癌年新增患者人数



资料来源：Cancer Statistics 2015, Cancer statistics in China, 2015, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

四、2018 年估值达 276 亿，具备较高增长潜力

1. 国内创新药公司估值比较

公司不仅是国内为数不多的创新药企业，而且未来还具备产品国际化的能力。公司从创立之初就以创新药的研发、生产和销售为核心，并不断进行在研管线的优化和拓展。这不同于市场上大部分由仿制药或原料药起家的医药企业，通过自主研发或者并购的方式，升级转型为创新药企业，再到国际化，如：恒瑞医药、康弘药业等。

表格 7 可比公司估值比较

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
恒瑞医药	68.78	1.10	1.11	1.35	1.66	42.24	61.87	50.89	41.47
康弘药业	61.19	0.74	0.96	1.24	1.60	84.17	63.99	49.20	38.17
贝达药业	59.35	0.92	0.69	0.87	1.06	64.51	86.01	68.22	55.99

资料来源：Wind，川财证券研究所

注：除贝达药业 2017-2019 年 EPS、PE 为我们预期外，其余皆为 Wind 一致预期，收盘价日期 2017 年 12 月 12 日

2. 公司在研产品线估值

从现有医药股的估值体系来看，利润是药企估值的唯一核心要素。而对于创新药企业的估值体系，研发管线、产品布局、成功率、市场需求等都成为了影响估值的重要因素。

从研发管线上看，公司新药研发重点集中于公司最为擅长的肿瘤领域，并逐渐布局糖尿病等领域。处于临床 I 到 III 期的创新药共计 6 个，其中处于临床 III 期的品种有 2 个，为用于非小细胞肺癌的 X-396（爱沙替尼）和晚期肾癌二线治疗以及眼科的抗血管生成抑制剂 CM082，以上均为中美双报品种。处于 II 期的品种有 4 个，为用于银屑病的埃克替尼乳膏、DDP-4 类长效制剂 BPI-3016、用于多种实体瘤的 c-met 抑制剂 BPI-9016M 和 EGFR-T790M 抑制剂的 BPI-15086。

表格 8 公司已进入临床的在研新药情况

产品	治疗领域	目前进展	预计上市时间
X-396 (爱沙替尼)	非小细胞肺癌	1LMRCT III期+2L II期	2019 年底
CM082 (X-82、Vorolanib)	肾癌+眼科	肾癌 2L II/III期+wAMD II期	2020 年
贝伐单抗	实体瘤	III期	2020 年
埃克替尼乳膏 (BPI-2009C)	银屑病	II期	2020 年
帕妥木单抗	结直肠癌	2016 年 Q3 申请进口	
BPI-9016M	非小细胞肺癌	II期	
BPI-3016	糖尿病	II期	
BPI-15086	非小细胞肺癌	II期	

资料来源：贝达药业，川财证券研究所

预计 2019-2020 年公司将有多款重磅品种上市销售。我们对公司创新药产品采用修正后市销率估值法，除去 I 期的在研品种外，首先按照新药研发的不同阶段来给定一个上市成功率。

表格 9 药物开发过程各阶段至最后上市成功率

产品阶段	I 期临床	II 期临床	III 期临床	NDA
成功率 (%)	20	30	67	80

资料来源：《生技药品研发过程评价模式之研究》，川财证券研究所

如果不考虑其他在研产品情况，单一在研品种的估值我们以合理市销率水平、上市成功率和销售峰值作为估值模型的自变量。

假定单品种制药企业的合理市盈率约为 25 倍，净利率约为 20%，合理市销率则为 5。

埃克替尼预计其销售峰值在 16 亿元左右，给予单产品 5 倍合理市销率，对应 2018 年估值为 80 亿元。其他在研品种分别根据不同的权益比例采用 5 倍市销率进行估值，可得 2018 年公司现有在研管线估值约在 196 亿元水平。合计公司 2018 年整体估值不低于 276 亿元。

表格 10 公司产品线估值情况

产品	治疗领域	目前进展	销售峰值预测 (亿元)	2018 年估值 (亿元)
埃克替尼	NSCLC	已上市	16	80
X-396 (爱沙替尼)	NSCLC	1LMRCT III 期+2L II 期	10 (国内) +10 (海外)	34+29
CM082 (X-82)	肾癌+眼科	肾癌 2L II / III 期+wAMD II 期	10 (肿瘤) +100 (眼科)	34+24
贝伐单抗	实体瘤	III 期	10	34
埃克替尼乳膏 (BPI-2009C)	银屑病	II 期	1	2
帕妥木单抗	结直肠癌	2016 年 Q3 申请进口	15	20
BPI-9016M	NSCLC	II 期	5	8
BPI-3016	糖尿病	II 期	2	3
BPI-15086	NSCLC	II 期	5	8
合计				276

资料来源：贝达药业，川财证券研究所

备注：公司拥有 X-82 (CM082) 7%眼科适应症中国区域外的全球权益，拥有帕妥木单抗中国区域 51%的权益，拥有 X-396 (爱沙替尼) 86.24%中国区域外的全球权益。

风险提示

新药研发不及预期

公司在研新药如果研发不及预期，可能会使公司后续产品接续出现断档，进而影响公司未来现金流及营业收入水平。

产品销售不及预期

公司主要在售品种埃克替尼销售推广不及预期，可能导致公司营业收入下滑，进而影响公司整体利润水平

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1304	1454	1866	2311	营业收入	1035	1086	1496	1775
现金	154	571	831	1260	营业成本	33	46	63	75
应收账款	38	38	53	62	营业税金及附加	20	21	29	34
其他应收款	55	40	63	71	营业费用	399	434	598	710
预付账款	2	3	4	5	管理费用	220	326	449	533
存货	75	75	104	129	财务费用	1	-14	-29	-45
其他流动资产	980	727	811	783	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	864	841	821	794	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	135	131	132	132	投资净收益	5	3	3	3
固定资产	389	452	470	464	营业利润	366	275	388	472
无形资产	147	150	153	154	营业外收入	61	55	57	57
其他非流动资产	193	108	66	43	营业外支出	3	2	2	2
资产总计	2167	2295	2687	3104	利润总额	424	329	444	526
流动负债	205	135	180	202	所得税	57	44	60	71
短期借款	0	0	0	0	净利润	368	284	384	455
应付账款	48	54	80	92	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
其他流动负债	158	81	100	110	归属母公司净利润	369	285	386	457
非流动负债	33	19	1	-30	EBITDA	387	294	394	463
长期借款	0	-14	-36	-65	EPS (元)	0.92	0.71	0.96	1.14
其他非流动负债	33	33	36	35					
负债合计	238	154	181	171					
少数股东权益	5	4	2	-0	主要财务比率				
股本	401	401	401	401	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	627	627	627	627	成长能力				
留存收益	880	1110	1477	1905	营业收入	13.2%	4.9%	37.8%	18.6%
归属母公司股东权益	1924	2138	2505	2933	营业利润	2.3%	-24.9%	41.1%	21.4%
益					归属于母公司净利润	6.8%	-22.6%	35.1%	18.6%
负债和股东权益	2167	2295	2687	3104	润				
					获利能力				
					毛利率(%)	96.8%	95.8%	95.8%	95.8%
					净利率(%)	4.6%	35.6%	26.3%	25.8%
					ROE(%)	19.2%	13.4%	15.4%	15.6%
					ROIC(%)	19.1%	15.7%	20.3%	24.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	11.0%	6.7%	6.7%	5.5%
					净负债比率(%)	0.00%	-6.42%	-16.79%	-34.40%
					流动比率	6.35	10.78	10.36	11.45
					速动比率	5.98	10.23	9.78	10.81
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.49	0.60	0.61
					应收账款周转率	32	29	33	31
					应付账款周转率	1.01	0.90	0.94	0.87
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.92	0.71	0.96	1.14
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.25	0.71	1.12
					每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.33	6.25	7.31
					估值比率				
					P/E	64.51	86.01	68.22	55.99
					P/B	12.37	11.18	9.67	8.32
					EV/EBITDA	61	83	67	55

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	407	502	283	448
净利润	368	284	384	455
折旧摊销	20	32	35	37
财务费用	1	-14	-29	-45
投资损失	-5	-3	-3	-3
营运资金变动	10	207	-106	5
其他经营现金流	14	-5	2	0
	-	-9	-14	-8
投资活动现金流	1041			
资本支出	295	0	0	0
长期投资	759	-4	1	-0
其他投资现金流	13	-13	-12	-9
	526	-75	-10	-11
筹资活动现金流				
短期借款	0	0	0	0
	-85	-14	-21	-30
长期借款				
普通股增加	41	0	0	0
资本公积增加	616	0	0	0
其他筹资现金流	-46	-61	12	18
现金净增加额	-106	417	260	429

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。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意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001