

天士力 (600535)

证券研究报告

2018年04月06日

获得礼来许可权益，糖尿病领域布局再添重磅项目

获得礼来 II 型糖尿病品种 GPR40 选择性激动剂大中华区权益

公司公告全资子公司天士力帝益药业与美国礼来公司签署了许可协议，有偿获得了一款 GPR40 选择性激动剂（II 型糖尿病治疗药品，简称“LY-2922470”）的大中华地区的独家权益，礼来将该药物的相关技术、专利权有偿许可给天士力，天士力获得该药物在大中华区（包括香港、澳门在内的中华人民共和国，以及台湾地区）的独家临床开发、生产和商业化权益。通过此款创新药物的引进，拓宽了公司消化代谢领域产品管线布局，糖尿病领域再添重磅品种，同时通过与礼来形成战略伙伴关系，加快了公司研发体系与国际领先标准接轨。

LY-2922470 是此靶点全球布局领先的品种

LY-2922470 拥有全新的化学结构，是全球进展最快的 1.1 类创新药，现阶段 GPR40 激动剂靶点的全球 first in class 药物。机制上显示此药品能降低血糖发生风险，且可以激活 GLP-1 通路，降低增重风险。该药动物试验和 I 期临床结果显示出优异的安全性和耐受性，同时，血糖降低水平具有剂量依赖性。该药物后续将在中国开展 II 期、III 期临床研究。

糖尿病领域品种布局再添重磅品种，推进糖尿病闭环构建

公司产品研发定位于心脑血管、糖尿病代谢及癌症三大高景气度病种领域，其中糖尿病领域是公司战略性布局的重点领域。根据公司公告：公司此前布局了派格生物长效 GLP-1 激动剂；通过肝脏代谢降糖，公司布局了经典降糖药物盐酸二甲双胍，目前正在开展一致性评价；通过肌肉和脂肪代谢降糖，公司布局了 FGFR21 突变体（脂糖素），属于全球新品种；公司投资健亚生物布局第三代胰岛素，该药物纯度和产率均超过全球原研产品。此外，在糖尿病并发症领域，公司的复方丹参滴丸治疗糖尿病视网膜病变适应症目前正在进行 III 期临床，已经纳入《中国 II 型糖尿病防治指南（2017 版）》。此次通过产品引进方式获得创新 1.1 类药物 LY-2922470，丰富了天士力在新型口服降糖药领域的在研产品管线，进一步完善了公司创新口服降糖药、创新注射降糖药的产品集群。

除了在药物方面的布局，公司还建立慢病管理服务平台，糖尿病会员数量快速增长。2017 年年报显示，平台累计征集患者近 10 万人，2017 年收入 3.45 亿元，同比增长 53%，用户满意度高；通过医保支付，实现药品从配送中心库直接到患者的模式，成功解决两票制的同时还能实现一票制；逐步构建慢病 PBM 管理模式，公司与天津市部分医院开展慢病管理与送药服务合作，通过连接医院 HIS 系统，实现电子处方和健康管理数据的互联互通（与数联易康开展控费合作，实现医保+医药+医疗+控费的闭环）。

“四位一体”助创新转型持续推进，生物药板块分拆上市

公司坚持高研发投入，转型创新，“四位一体”的创新研发模式独具特色，根据 2017 年报，自主研发投入 6.16 亿元，占医药工业收入比 9.04%；其他研发方式投资 5.77 亿元。公司在研产品达到 74 项，从已有的现代中药领域，拓展至中药-化药-生物药的大生物医药平台，从已有的心脑血管优势领域进一步布局糖尿病代谢、癌症等大病种领域，产品数量已位列国内企业第一梯队，为公司长期发展奠定了坚实基础。公司决定以子公司上海天士力为主体分拆至香港 H 股主板市场。为后续生物药创新药研发提供融资保障；且进一步提升公司国际化的治理水平，打造国际领先药企的合作平台；通过实现生物创新药单独估值，进一步提升公司在创新药领域价值。

看好公司创新转型，业绩持续稳健增长，维持“买入”评级

预计公司 18-20 年 EPS 分别为 1.47、1.71 及 2.01 元，对应 PE 分别为 30、26 及 22 倍，看好普佑克大发展及丹滴稳健增长，以及公司持续转型大生物制药平台的战略发展，维持买入评级

风险提示：丹滴推广力度、适应症拓展低于预期；普佑克营销进展、适应症拓展进度低于预期；研发创新进度低于预期

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	43.40 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,080.48
流通 A 股股本(百万股)	1,080.48
A 股总市值(百万元)	46,892.65
流通 A 股市值(百万元)	46,892.65
每股净资产(元)	8.01
资产负债率(%)	58.32
一年内最高/最低(元)	45.80/32.41

作者

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天士力-年报点评报告:业绩快速增长，研发持续推进、产品管线不断丰富》2018-03-27
- 《天士力-公司深度研究:创新开启发展蓝图，普佑克引领大生物制药平台崛起》2018-02-28
- 《天士力-公司点评:丹滴 III 期临床试验价值获 FDA 肯定，申报前景向好》2017-08-31

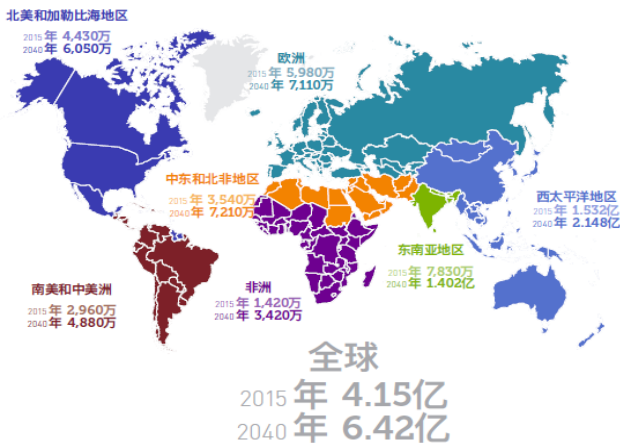
财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,945.50	16,094.15	18,389.78	20,991.34	23,780.52
增长率(%)	5.43	15.41	14.26	14.15	13.29
EBITDA(百万元)	2,002.85	2,335.88	2,415.88	2,757.17	3,183.95
净利润(百万元)	1,176.42	1,376.54	1,592.38	1,849.81	2,170.54
增长率(%)	(20.43)	17.01	15.68	16.17	17.34
EPS(元/股)	1.09	1.27	1.47	1.71	2.01
市盈率(P/E)	40.79	34.86	30.13	25.94	22.11
市净率(P/B)	6.03	5.54	4.88	4.29	3.70
市销率(P/S)	3.44	2.98	2.61	2.29	2.02
EV/EBITDA	23.23	19.27	22.77	19.93	17.23

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 公司打造糖尿病闭环

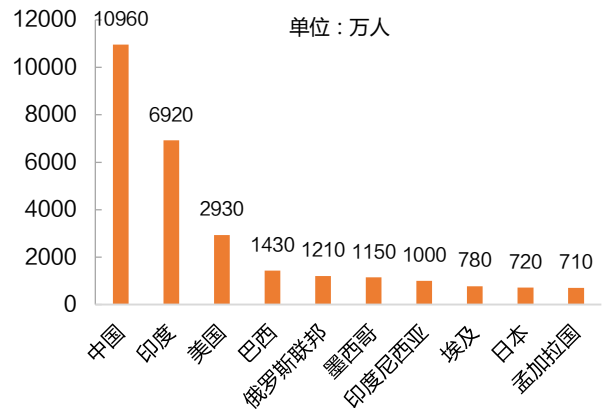
糖尿病人群数量巨大。糖尿病是一组以血浆葡萄糖（简称血糖）水平升高为特征的代谢性疾病群。糖尿病患者长期血糖升高可致器官组织损害，引起脏器功能障碍甚至功能衰竭，从而成为患者致死、致盲、致残的重要原因。糖尿病是 21 世纪全球面临的最严重、最危急的健康问题之一。世界卫生组织（WHO）估计，未来在全球范围内高血糖将是导致过早死亡的第三大危险因素，仅次于高血压和吸烟。根据国际糖尿病联盟（IDF）的预计，2015 年全球约 4.15 亿成年人患有糖尿病，预计到 2040 年将进一步增长至 6.42 亿人。而我国的成人糖尿病患者的数量在全球范围内位列第一，2015 年达到 1.10 亿人。

图 1：全球糖尿病成年患者 2040 年或达到 6.42 亿人



资料来源：IDF，天风证券研究所

图 2：我国 2015 年糖尿病人数达到 1.10 亿人，全球第一



资料来源：IDF，天风证券研究所

糖尿病的分型主要分为 1 型糖尿病、2 型糖尿病和妊娠糖尿病三类。由于妊娠期糖尿病常常在分娩之后自行消失，因此涉及糖尿病的药物主要治疗主要针对 1 型糖尿病及 2 型糖尿病展开。据 IDF 统计数据显示，在高收入国家，2 型糖尿病约占糖尿病人群的 87%-91%，7%-12% 的为 1 型糖尿病，另有 1%-3% 为其他类型的糖尿病

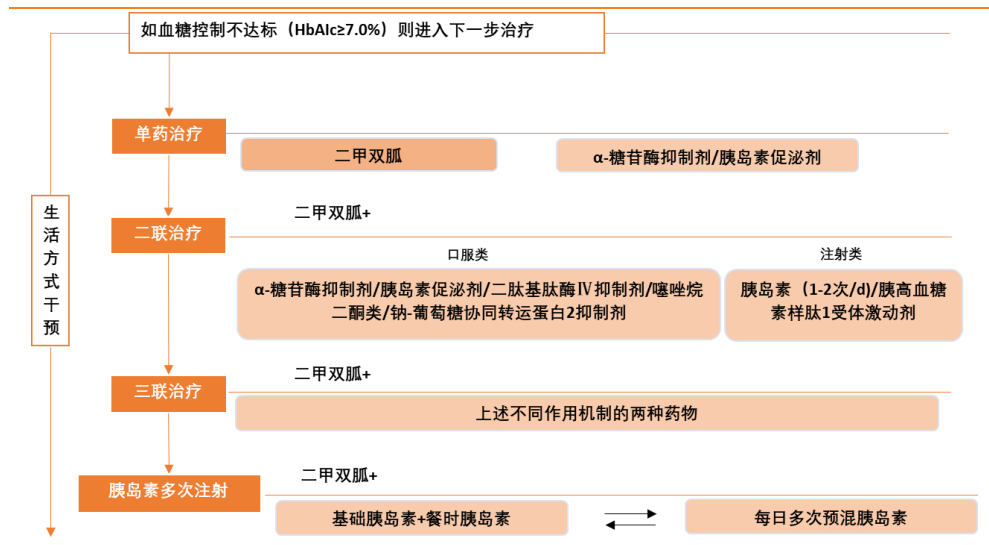
表 1：1 型糖尿病及 2 型糖尿病常用的药物治疗方法

	1 型糖尿病	2 型糖尿病
药物治疗	保证不间断的高质量胰岛素供给是必需的。胰岛素有多种不同的类型，但至少需要保证患者可以获得常规速效胰岛素和作用时间更长的中效胰岛素。	治疗 2 型糖尿病的药物种类较多。二甲双胍的疗效已得到广泛认可。格列齐特可以促进 2 型糖尿病患者的胰岛素分泌。这两种药物都被 WHO 列为糖尿病必需药物名单。其他 2 型糖尿病常用药还包括：GLP-1 类似物（非胰岛素类注射用药）和 DPP4 抑制剂。这两种药物均能增强机体对摄入食物的应答反应，从而降低餐后血糖水平。

资料来源：IDF 指南，天风证券研究所

新版糖尿病指南胰岛素、GLP-1 受体激动剂治疗地位进一步提升。根据中华医学会糖尿病学分会 2017 版糖尿病指南修订情况，2 型糖尿病的治疗路径变化在于：1、启动药物治疗指标为糖化血红蛋白 $\geq 7.0\%$ （13 版为 $> 7.0\%$ ），变多线治疗分类为多联治疗分类，强化联合用药的理念，其中二甲双胍作为基本的用药贯穿了糖尿病药物治疗的始终，新的指南中将注射类的胰岛素、GLP-1 受体激动剂（利拉鲁肽、艾塞拉肽等）用于二联治疗，相比上一版指南提前了一线，其治疗地位得到提升。

图 3：2017 年版 2 型糖尿病治疗路径



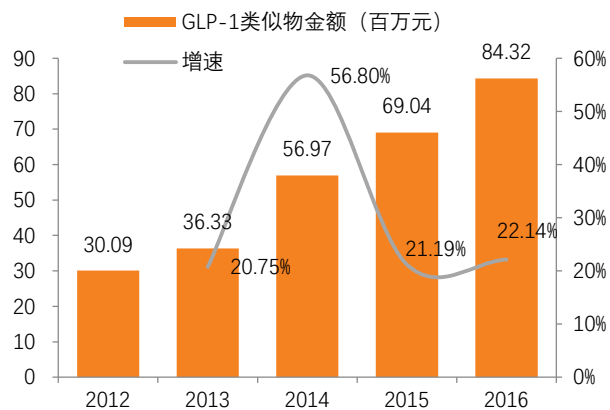
资料来源：中华医学会糖尿病学分会，《2017 糖尿病指南》，天风证券研究所

1.1. 公司积极布局 GLP-1 药物

GLP-1 是近年来兴起的糖尿病治疗新靶点，具有多种生理功能：血糖依赖性促进胰岛素分泌、保护胰岛 β 细胞、延迟胃排空降低食欲等，不仅降低血糖水平，且避免了低血糖风险。近年来在降糖药市场，GLP-1 受体激动剂高速增长，根据 EvaluatePharma 的预测，到 2022 年，全球糖尿病用药将发生重大变化，胰岛素占比将从 47% 下降到 37%，GLP-1 的市场份额将从 17% 上升到 22%，成为糖尿病市场扩容的最大动力。代表品种利拉鲁肽（丹麦诺和诺德原研）2016 年的全球销售额已达 29.10 亿美元，在全球降糖药中排名第 3 位。

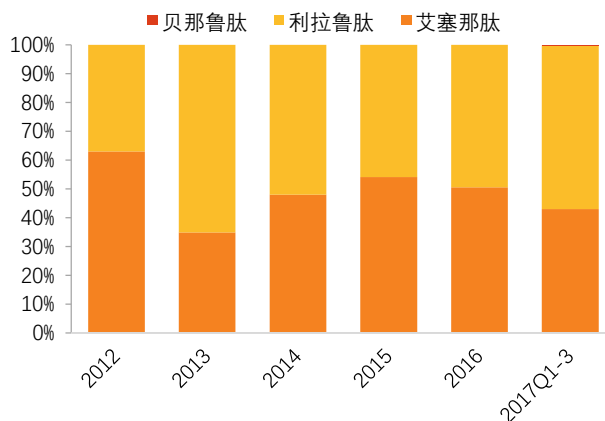
样本医院显示 GLP-1 类似物金额持续高增长，2016 年增速达到 22.14%，显示出良好的增长态势，在用药产品类别上利拉鲁肽、艾塞那肽、贝那鲁肽分别占比达到 57.8%、42%、0.2%。从全球产品上市看，除了艾塞那肽、利拉鲁肽以外，阿必鲁肽、度拉糖肽、利司那肽、索马鲁肽等已相继获批上市，未来 GLP-1 领域将继续扩容。

图 4：样本医院数据显示 GLP-1 类似物市场持续快速增长



资料来源：PDB，天风证券研究所

图 5：国内样本医院 GLP-1 药主要以利拉鲁肽、艾塞那肽为主



资料来源：PDB，天风证券研究所

公司通过少数股权投资获取派格生物医药长效 GLP-1 类似物（聚乙二醇化艾塞那肽注射液）的市场优先权，该药物为用于治疗 II 型糖尿病的 1.1 类创新药，目前已在中美两国同时完成了 4 项 I 期临床试验，其安全性和有效性均得到了有效验证，降糖水平优于目前国内首款上市的短效 GLP-1 药物；同时公司还布局长效 GLP-1 融合蛋白，该药物现已进入临床申报，属长效 GLP-1 的 II 代产品及国家 1 类创新生物制品。

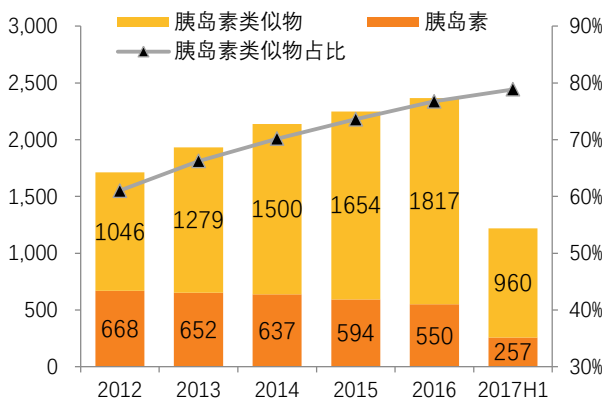
1.2. 投资健亚生物拓展胰岛素类似物

天士力全资子公司与国内领先的胰岛素研制公司健亚生物实现战略投资合作协议，将投入5000万美元支持健亚生物胰岛素类似物国际产业化发展。健亚目前拥有甘精胰岛素等多款在研产品，天士力将获得其甘精胰岛素等相关产品在中国大陆地区的销售优先权，进一步丰富在在糖尿病领域的储备。

三代胰岛素是主流的胰岛素用药，甘精胰岛素是用量最大的胰岛素类似物。第三代胰岛素重组胰岛素类似物利用人工方法改变了天然人胰岛素的结构，与人胰岛素（二代胰岛素）有几个氨基酸的差异。与第二代重组人胰岛素相比，第三代胰岛素可进一步模拟人体生理性胰岛素分泌曲线，精准调节人体血糖浓度，降低低血糖风险，安全性及有效性进一步提高。目前胰岛素类似物是大中城市胰岛素用药主导产品，也是未来胰岛素用药的主流方向，存在替代二代胰岛素的大行业趋势（目前基层市场仍以二代胰岛素为主），根据PDB重点城市样本医院数据，胰岛素类似物占比2016年达到77%，规模18.2亿元，放大后我们估计2016年整个终端规模约90-110亿元。

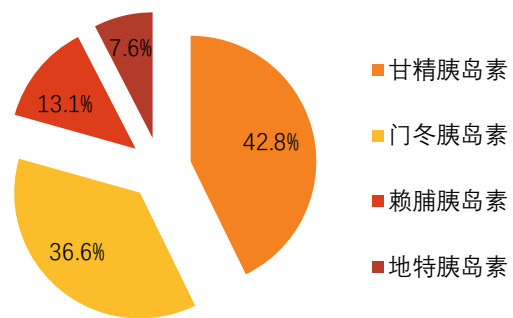
甘精胰岛素作为基础胰岛素是胰岛素类似物第一大用药。目前国内的胰岛素类似物主要是门冬胰岛素、地特胰岛素、赖脯胰岛素及甘精胰岛素，其中，门冬和赖脯胰岛素为餐时胰岛素，起效迅速。甘精胰岛素和地特胰岛素则是基础胰岛素，释放平稳，每日仅需注射一次（甘精胰岛素的持续时间可达30小时），大大提高了患者的依从性。

图6：重点样本医院中胰岛素类似物已占主流（单位：百万元）



资料来源：PDB，天风证券研究所

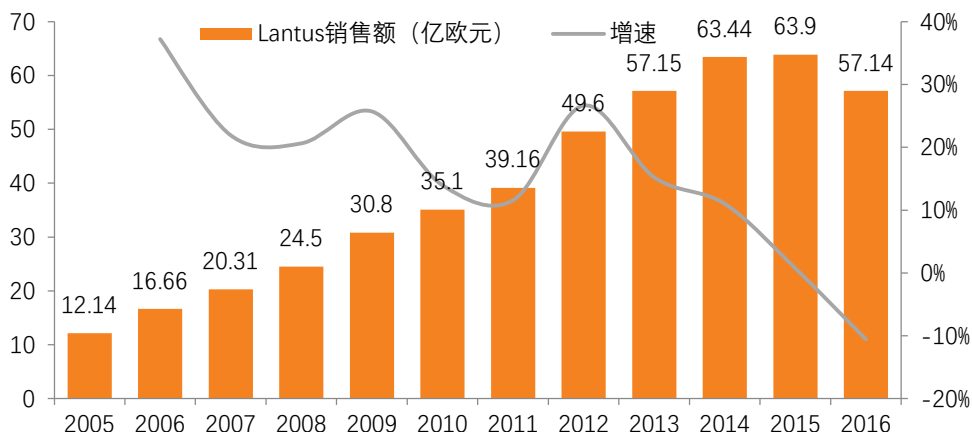
图7：甘精胰岛素是主要应用的胰岛素类似物（2016年）



资料来源：PDB，天风证券研究所

甘精胰岛素及其注射液是一种新型的胰岛素类似物，具有长效、血药浓度无峰值、平稳地降低患者血糖的作用。法国赛诺菲安万特公司的原研来得时（lantus）上市以来，凭借其良好的疗效，迅速成为国际上胰岛素及其类似物中最耀眼的明星，连续多年销售排行榜中位列同类产品中的第一位，2015年达到峰值销售63.9亿欧元。来得时专利在2015年已过期，FDA已于2015年批准了礼来的甘精胰岛素类似物Basaglar上市，赛诺菲升级版甘精胰岛素toujeo也于2015年2月获得FDA批准上市，根据赛诺菲、礼来的年报显示：2016年toujeo、Basaglar销售额分别为6.49亿欧元、8600万美元。

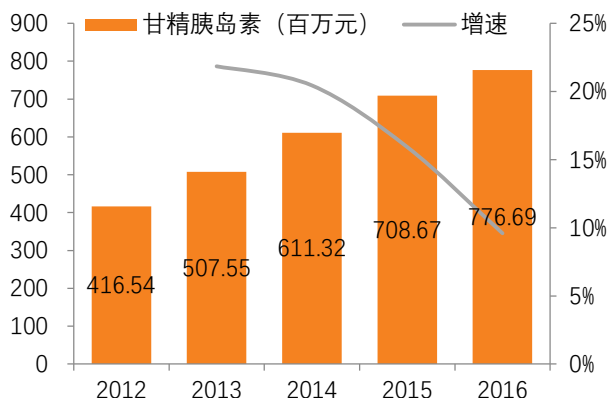
图 8: Lantus 峰值销售达到 63.9 亿欧元



资料来源：公司年报，天风证券研究所

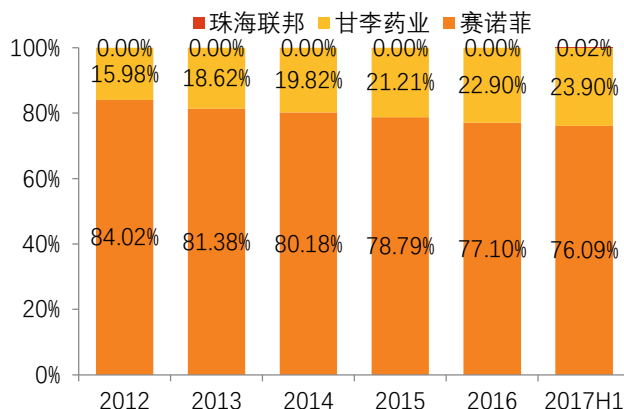
国内甘精胰岛素逐年增长，竞争格局良好。重点城市样本医院数据显示甘精胰岛素销售额逐渐增长，从 2012 年 4.17 亿元增至 2016 年 7.77 亿元，2012-2016CAGR 达到 16.9%。若按照比例放大，预计终端实际规模在 50 亿元左右。赛诺菲的来得时 2004 年在中国上市，而国内企业目前已有甘李药业、珠海联邦的甘精胰岛素的分别于 2005 和 2017 年获得上市许可，在竞争格局上，赛诺菲的来得时占据主要市场份额，2016 年样本医院市场占比达到 77%，甘李的长秀霖占比在不断扩大，2016 年已提升至 23%，联邦药业由于是新近获批，量还较小。

图 9: 重点城市样本医院甘精胰岛素销售额逐年增长



资料来源：PDB，天风证券研究所

图 10: 甘精竞争格局：赛诺菲遥遥领先，甘李不断扩大市场份额



资料来源：PDB，天风证券研究所

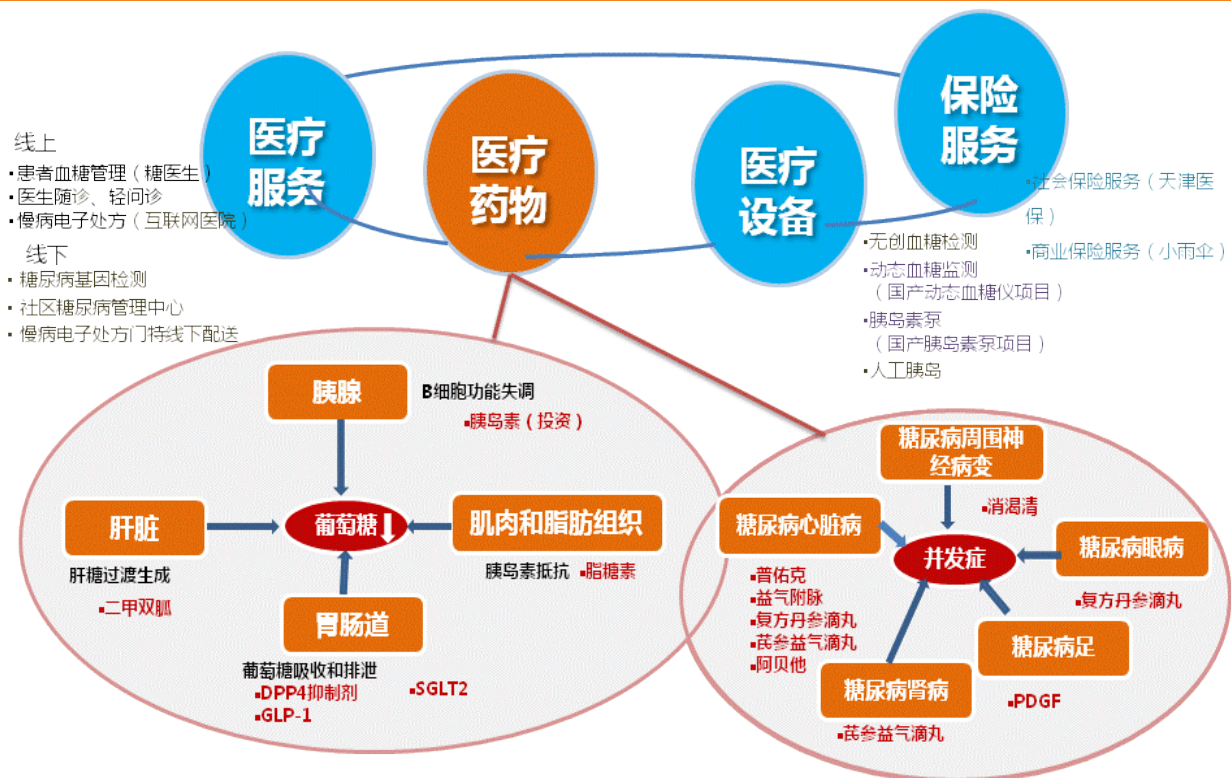
我们认为甘精胰岛素处于高景气度的赛道，国内竞争格局良好，公司投资的健亚生物其胰岛素产品核心优势在于领先的产品纯度和生产效率，未来有望在成本端获胜。根据天士力官网投资健亚文章显示：健亚核心产品胰岛素类似物先后经欧洲和中国两家第三方权威机构进行全套质量检测，比对检测项目结果显示均超过现行欧洲药典标准，且与跨国药企原研药一致，产品纯度和生产效率均超过目前国内外三代胰岛素的行业平均水平，目前健亚生物已经完成数款全球市场上广泛应用的胰岛素类似物（甘精、赖脯等）的产品研制，依据欧盟和中国药监局现行审批法规、注册要求和质量标准，现正进入产业化的实施阶段。健亚计划 2018 年将通过欧盟 EMA/中国 CFDA 胰岛素生物相似药注册路径，进行同步“双申报”，有望成为首家进入欧盟 EMA 申报的国内胰岛素企业。

1.3. 推进糖尿病闭环构建

公司作为现代中药领军企业，在心脑血管病领域优势明显，由于糖尿病通常与心脑血管病向关联，公司的产品在糖尿病领域亦早有涉猎，复方丹参滴丸、消渴清颗粒在治疗糖尿病并发症方面已早有应用。公司在降糖药物领域则通过布局 GLP-1、胰岛素等持续覆盖，此次与礼来合作进一步增添了糖尿病领域重磅项目。

除了在药物方面的布局，公司还建立慢病管理服务平台，糖尿病会员数量快速增长。该平台累计征集患者近 10 万人，2017 年实现销售额 3.45 亿元，同比 2016 年增长 53%，销售额三年同比实现 10 倍增长。同时实现了医院药占比的降低，也为天津市医保节省了千万级的支出。通过医保支付，实现药品从配送中心库直接到患者的模式，成功解决两票制的同时还能实现一票制；广泛合作逐步构建慢病 PBM 管理模式，公司正与天津市部分医院开展慢病管理与送药服务合作，通过连接医院 HIS 系统，实现电子处方和健康管理数据的互联互通（与数联易康开展控费合作，实现医保+医药+医疗+控费的闭环）；2017 年上半年新开设 8 家糖尿病健康管理中心，公司通过医院处方、慢病管理、配送三个环节，实现了对会员的精准营销，确保已布局的糖尿病检测仪、胰岛素泵、长效蛋白等产品，快速导入市场，创新精准营销模式。该项目已成为当前国家人社部委托中国社会保险学会的唯一的医保+互联网研究课题，辽宁本溪已正式批复天士力承接慢病管理与送药服务项目，后续将在全国主要城市进行复制和推广，切实解决百姓普惠健康医疗服务的难题。而公司在糖尿病领域的布局闭环雏形已现。

图 11：积极推进布局糖尿病医疗服务-医疗药物-医疗设备-保险服务的闭环



资料来源：天士力创新生态大会，天风证券研究所

2. “四位一体”加速研发成果落地

公司着眼于未被满足的临床需求，以创新药物开发和上市产品大品种培育为核心，构建多元化的研发资源配置模式，实施“自主研发、合作研发、产品引进、投资市场许可优先权”的“四位一体”的研发方式，内部创新与外部合作并重，不断丰富研发体系品种，根据公司 2017 年年报显示，目前品种数目超过 60 个，处于不同的研发进展之中。“四位一体”

与传统的全自主研发形成了差异化，优势在于能弥补公司大生物药创新的布局时间劣势，使公司在研发创新领域具备了弯道超车、后发先至的潜力。

- ✓ **自主研发：**方式上是内生的自我研发，公司拥有品种的知识产权、所有权，代表性品种有主力产品复方丹参滴丸、国家 1.1 类新药重组人尿激酶原（普佑克）等。
- ✓ **合作开发：**方式上是公司与合作方共同负责研发，并共用享有研发品种的知识产权和所有权，典型的代表是公司与法国 Transgene 合作，组建的创世杰生物制药公司目前已研发慢性乙肝疫苗等多项领先产品。其负责的国家 1.1 类新药乙肝疫苗已获临床批件，是国内首个获批以病毒为载体、治疗慢性乙型肝炎的新型靶向免疫治疗生物制品。
- ✓ **产品引进：**方式上市公司获得知识产权的转让，公司亦负责研发，所有权自有。比较有代表性的产品引进是法国 Pharnext 公司的创新药 PXT3003，该产品现已完成全球 300 例轻中度 CMT1A（腓骨肌萎缩症 IA 型）患者入组筛查，目前正在积极推进国际临床三期，同时寻求欧洲市场早期准入资格，且该药品符合国内外同步研发双报的条件，其大中华区权益已整体授权于天士力，公司正在申请国内加快审评。
- ✓ **投资市场许可优先权：**方式上是公司获得产品商业化所需的相关知识产权的使用权，自身无所有权且不负责研发。公司获得十多款产品的未来市场优先许可权益，其中具有代表性的是公司通过少数股权投资获取派格生物医药长效 GLP-1 类似物的市场优先权；全资子公司将投入 5000 万美元支持健亚生物胰岛素类似物国际产业化发展，以获得健亚其甘精胰岛素等相关产品在中国大陆地区的销售优先权，在糖尿病领域布局进一步拓展。

图 12：公司“四位一体”研发方式及代表品种

	方式	代表品种
自主研发	公司拥有自主知识产权，所有权自有，研发公司负责。	复方丹参滴丸 普佑克等
合作研发	合作双方共有知识产权，所有权共有，研发为双方负责。	法国Transgene合作： 创世杰生物负责的国家 1.1类新药乙肝疫苗.....
产品引进	公司获得知识产权转让，所有权自有，研发为我方负责。	引进法国Pharnext公司的 创新药PXT3003（腓 骨肌萎缩症）
投资市场 许可优先权	公司获得产品商业化所需的相关知识产权的使用权，无所有权，不负责研发。	投资派格生物医药长 效GLP-1类似物的市 场优先权

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 风险提示

丹滴推广力度、适应症拓展低于预期；普佑克营销进展、适应症拓展进度低于预期；研发创新进度低于预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,329.56	1,498.90	1,471.18	1,679.31	1,902.44
应收账款	4,937.56	6,982.73	8,342.08	9,150.70	10,930.63
预付账款	303.26	371.08	274.89	517.36	382.49
存货	2,011.88	2,231.39	3,638.33	2,330.80	4,225.95
其他	2,593.43	3,965.03	3,784.35	6,039.64	3,580.61
流动资产合计	11,175.68	15,049.14	17,510.84	19,717.80	21,022.12
长期股权投资	551.14	845.11	880.11	925.11	954.11
固定资产	3,492.38	3,450.26	3,756.58	4,125.65	4,467.08
在建工程	415.67	510.62	342.37	253.42	182.05
无形资产	939.78	1,046.40	1,114.35	1,166.77	1,221.50
其他	551.63	630.29	577.20	481.73	431.74
非流动资产合计	5,950.59	6,482.69	6,670.62	6,952.68	7,256.48
资产总计	17,126.27	21,531.83	24,181.46	26,670.49	28,278.60
短期借款	2,388.26	6,948.86	7,356.31	8,021.86	8,138.46
应付账款	2,115.47	2,598.51	2,479.50	3,420.51	3,244.58
其他	3,654.91	1,792.51	2,843.24	3,013.26	2,895.25
流动负债合计	8,158.64	11,339.89	12,679.05	14,455.63	14,278.29
长期借款	0.00	891.50	574.81	0.00	0.00
应付债券	399.50	0.00	399.32	266.27	221.86
其他	361.43	325.95	336.19	341.19	334.44
非流动负债合计	760.94	1,217.45	1,310.32	607.46	556.31
负债合计	8,919.58	12,557.34	13,989.37	15,063.10	14,834.60
少数股东权益	242.85	319.96	365.30	416.73	470.92
股本	1,080.48	1,080.48	1,080.48	1,080.48	1,080.48
资本公积	1,544.29	1,476.40	1,476.40	1,476.40	1,476.40
留存收益	6,886.26	7,589.84	8,746.31	10,110.19	11,892.61
其他	(1,547.18)	(1,492.19)	(1,476.40)	(1,476.40)	(1,476.40)
股东权益合计	8,206.69	8,974.49	10,192.09	11,607.39	13,444.01
负债和股东权益总	17,126.27	21,531.83	24,181.46	26,670.49	28,278.60

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,219.23	1,402.26	1,592.38	1,849.81	2,170.54
折旧摊销	345.32	377.65	232.98	265.46	298.21
财务费用	177.97	298.90	245.00	230.00	222.00
投资损失	10.11	32.89	(2.00)	4.40	(3.70)
营运资金变动	769.18	(4,954.00)	(1,387.74)	(920.14)	(1,349.55)
其它	(1,368.08)	2,019.75	45.35	51.42	54.19
经营活动现金流	1,153.73	(822.56)	725.97	1,480.96	1,391.69
资本支出	622.17	831.23	428.76	593.00	629.75
长期投资	28.63	293.98	35.00	45.00	29.00
其他	(1,304.50)	(2,464.56)	(900.76)	(1,240.40)	(1,278.05)
投资活动现金流	(653.70)	(1,339.35)	(437.00)	(602.40)	(619.30)
债权融资	3,187.60	8,244.27	8,603.24	8,646.99	8,705.51
股权融资	(456.33)	(382.99)	(223.95)	(222.98)	(212.64)
其他	(2,963.11)	(5,477.03)	(8,695.99)	(9,094.44)	(9,042.13)
筹资活动现金流	(231.84)	2,384.25	(316.69)	(670.43)	(549.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	268.19	222.33	(27.72)	208.12	223.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,945.50	16,094.15	18,389.78	20,991.34	23,780.52
营业成本	8,853.62	10,253.52	11,739.45	13,360.90	14,990.19
营业税金及附加	151.36	189.14	194.81	232.30	264.85
营业费用	2,362.30	2,534.86	3,126.26	3,600.01	4,161.59
管理费用	868.76	1,012.65	1,103.39	1,259.48	1,426.83
财务费用	228.07	318.01	245.00	230.00	222.00
资产减值损失	5.12	77.51	44.97	42.53	55.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(10.11)	(32.89)	2.00	(4.40)	3.70
其他	20.23	(3.17)	(4.00)	8.80	(7.40)
营业利润	1,466.14	1,744.50	1,937.90	2,261.71	2,663.74
营业外收入	38.75	1.23	33.28	24.42	19.65
营业外支出	8.55	9.25	9.83	9.21	9.43
利润总额	1,496.34	1,736.49	1,961.35	2,276.92	2,673.96
所得税	277.10	334.23	323.62	375.69	449.23
净利润	1,219.23	1,402.26	1,637.73	1,901.23	2,224.74
少数股东损益	42.81	25.72	45.35	51.42	54.19
归属于母公司净利润	1,176.42	1,376.54	1,592.38	1,849.81	2,170.54
每股收益(元)	1.09	1.27	1.47	1.71	2.01

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	5.43%	15.41%	14.26%	14.15%	13.29%
营业利润	-16.09%	18.99%	11.09%	16.71%	17.78%
归属于母公司净利润	-20.43%	17.01%	15.68%	16.17%	17.34%
获利能力					
毛利率	36.51%	36.29%	36.16%	36.35%	36.96%
净利率	8.44%	8.55%	8.66%	8.81%	9.13%
ROE	14.77%	15.91%	16.20%	16.53%	16.73%
ROIC	13.70%	17.26%	11.97%	12.35%	13.23%
偿债能力					
资产负债率	52.08%	58.32%	57.85%	56.48%	52.46%
净负债率	34.63%	49.05%	27.61%	33.73%	35.23%
流动比率	1.37	1.33	1.38	1.36	1.47
速动比率	1.12	1.13	1.09	1.20	1.18
营运能力					
应收账款周转率	2.89	2.70	2.40	2.40	2.37
存货周转率	7.39	7.59	6.27	7.03	7.25
总资产周转率	0.86	0.83	0.80	0.83	0.87
每股指标(元)					
每股收益	1.09	1.27	1.47	1.71	2.01
每股经营现金流	1.07	-0.76	0.67	1.37	1.29
每股净资产	7.37	8.01	9.09	10.36	12.01
估值比率					
市盈率	40.79	34.86	30.13	25.94	22.11
市净率	6.03	5.54	4.88	4.29	3.70
EV/EBITDA	23.23	19.27	22.77	19.93	17.23
EV/EBIT	27.46	22.58	25.20	22.05	19.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com