

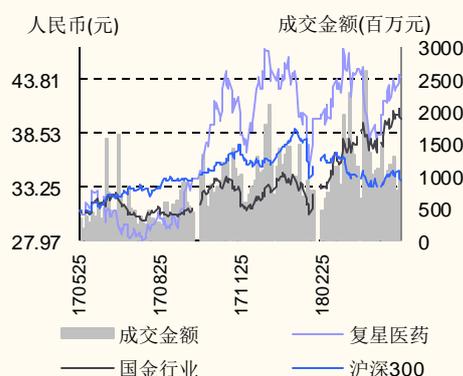
复星医药 (600196.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 44.16 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,909.81
流通港股(百万股)	483.94
总市值(百万元)	110,181.89
年内股价最高最低(元)	46.99/27.97
沪深 300 指数	3827.22
上证指数	3154.65



相关报告

1. 《艾司西酞普兰通过一致性评价, 有望加速进口替代。-《2018-...》, 2018.5.22
2. 《细胞治疗产品申报临床, 有望后来居上-《2018-05-15 公...》, 2018.5.15
3. 《内生主业同口径超出市场预期, 创新产品收获在即-复星医药公司点...》, 2018.5.2
4. 《收购深圳恒生医院, 医疗服务再下一城-复星医药公司点评》, 2017.11.13
5. 《三季度业绩受并表拖累, 研发进入收获期-复星医药公司点评》, 2017.10.31

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026 (8621)61038219 lijingl@gjzq.com.cn

王建礼 分析师 SAC 执业编号: S1130517040002 wjianli@gjzq.com.cn

品牌提升价值, 营销改革体现增长拉

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.162	1.252	1.503	1.757	2.058
每股净资产(元)	9.19	10.15	11.38	12.73	14.33
每股经营性现金流(元)	0.87	1.03	1.79	1.72	1.97
市盈率(倍)	19.91	35.54	25.58	21.89	18.69
净利润增长率(%)	14.05%	11.36%	20.05%	16.86%	17.14%
净资产收益率(%)	12.64%	12.34%	13.21%	13.80%	14.36%
总股本(百万股)	2,414.51	2,495.13	2,495.13	2,495.13	2,495.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

【事件】

- 复星医药 2018 年 5 月公告子公司复宏汉霖研制的利妥昔单抗注射液 (生物类似药, 原名为重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液) 用于治疗非霍奇金淋巴瘤适应症完成临床 III 期试验。

【点评】

- 利妥昔单抗, 原研厂家罗氏, 1997 年 11 月 26 日获得美国批准上市, 目前获批了 NHL、CLL、RA、GPA 等不同适应症, 2017 年利妥昔单抗销售额达到 73.88 亿瑞士法郎, 同比增长 1.21%, 其中针对肿瘤适应症的销售金额为 58.32 亿瑞士法郎, 同比增长 0.15%; 针对免疫适应症销售金额为 15.56 亿瑞士法郎, 同比增长 5.35%。国内 2017 年销售额 17.38 亿, 5 年 CAGR 为 12.49%。2017 年利妥昔单抗通过国家医保谈判进入国家医保乙类, 价格下降 48.3%。相对于其他的医保目录产品而言, 目前国家谈判目录已经陆陆续续落地, 已有 8 个省份出台了谈判目录产品不占药占比的政策, 在目前的环境下, 谈判目录的产品有望超出市场预期, 加速放量。
- 复宏汉霖产品与原研药 (美罗华®) 在治疗 CD20 阳性弥漫型大 B 非霍奇金淋巴瘤 (DLBCL) 初治患者的临床试验主要终点、次要终点 (安全性、免疫原性、药代动力学) 均达到预设标准。从临床进展角度而言, 中信国健抗 CD20 单抗由于临床数据规范性问题撤回, 复宏汉霖针对 DLBCL 适应症申报生产, 为国内首家; 神州细胞和信达生物均为临床三期, 进展比较靠前。同时, 复宏汉霖针对 RA 适应症在临床 I 期, 为国内首家。我们认为复宏汉霖利妥昔单抗类似药大概率成为国内首家上市产品。
- 根据国金医药 “5D3S” 药品评估模型, 我们预计复宏汉霖利妥昔单抗类似药峰值在 14 亿人民币, 对应的 DCF 估值为 35 亿人民币

盈利预测

- 考虑 Gland 并表, 我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 37.51/43.84/51.35 亿。考虑到公司利润结构改善带来的估值重构以及研发的收获期, 给予买入评级。

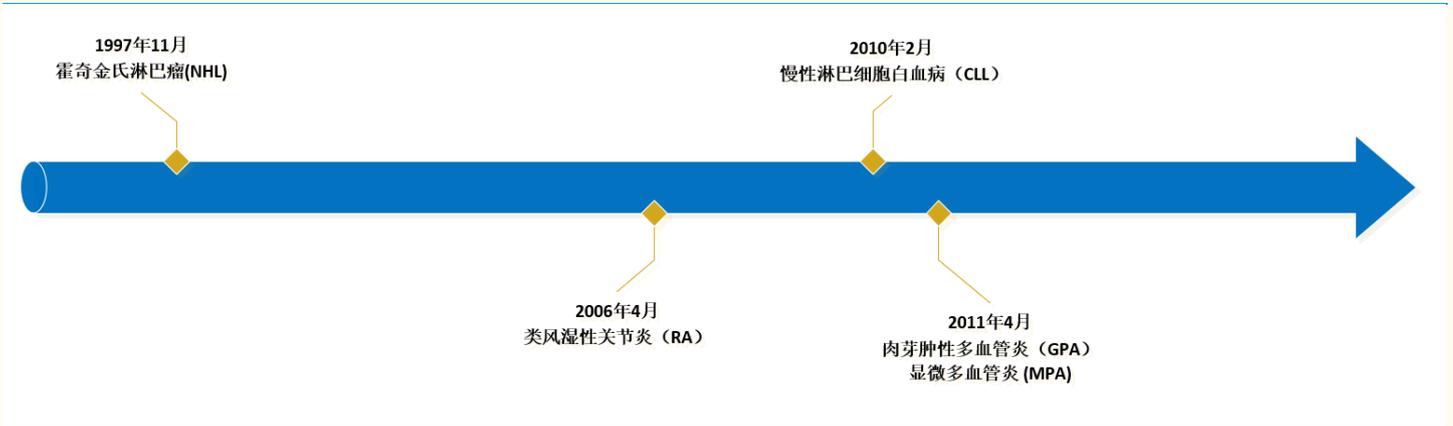
风险提示

- 并购低于预期、整合低于预期、新产品获批低于预期、产品降价。

HLX01: 针对 DLBCL 适应症递交上市申请, 针对 RA 适应症即将进入临床 III 期, 均为国内首家, 定量估值在 38 亿人民币左右。

- HLX01 是复宏汉霖研发的第一个单克隆抗体项目, 通用名: 重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液 (利妥昔单抗)。利妥昔单抗于 1997 年获得美国 FDA 批准, 是第一个用于治疗癌症的单克隆抗体药物。复宏汉霖 HLX01 是中国第一个按生物类似药批准进行临床试验的单抗生物类似药, 也是国内第一个注册申请获得受理的单抗生物类似药。
- 利妥昔单抗, 原研厂家罗氏, 1997 年 11 月 26 日获得美国批准上市; 1998 年 6 月 2 日获得欧洲批准上市; 2001 年 6 月 20 日获得日本批准上市。目前已经获批以下四个适应症:
 - 1) 非霍奇金淋巴瘤 (NHL)
 - 2) 慢性淋巴细胞白血病 (CLL)
 - 3) 类风湿性关节炎 (RA)
 - 4) 肉芽肿性血管炎(GPA) (Wegener 氏肉芽肿)和显微多血管炎 (MPA)

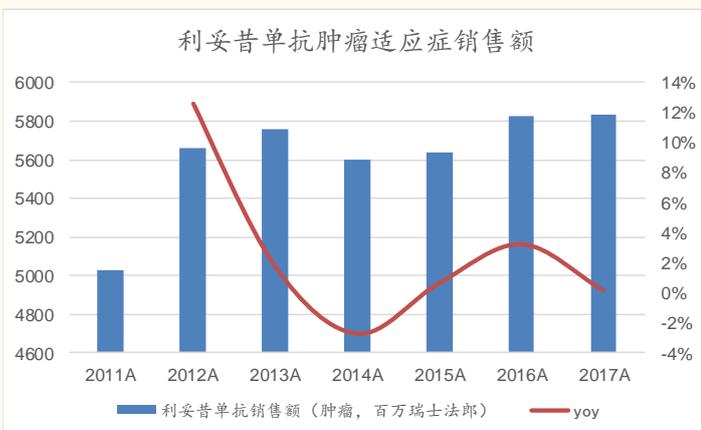
图表 1: 利妥昔单抗适应症获批



来源: FDA、国金证券研究所

- 由于良好的临床效果和适应症的不断拓展, 利妥昔单抗的销售额不断攀升, 截止 2017 年利妥昔单抗销售额达到 73.88 亿瑞士法郎, 同比增长 1.21%, 其中针对肿瘤适应症的销售金额为 58.32 亿瑞士法郎, 同比增长 0.15%; 针对免疫适应症销售金额为 15.56 亿瑞士法郎, 同比增长 5.35%。

图表 2: 利妥昔单抗肿瘤适应症销售额



来源: Roche 年报、国金证券研究所

图表 3: 利妥昔单抗免疫适应症销售额



来源: Roche 年报、国金证券研究所

- 2000 年利妥昔单抗品种进口中国销售，商品名为美罗华®，适应症为非霍奇金淋巴瘤（NHL）。国内目前主要用于 CD20 阳性的滤泡性非霍奇金淋巴瘤和弥漫大 B 细胞性非霍奇金淋巴瘤两个适应症，一线用药。

图表 4：利妥昔单抗国内获批产品

药品名称	公司名称	药品规格	国家/地区	注册证号	发证日期
利妥昔单抗注射液	Roche Pharma (Schweiz) AG	500 mg/50 ml	瑞士	S20160030	2016/7/18
利妥昔单抗注射液	Roche Pharma (Schweiz) AG	100 mg/10 ml	瑞士	S20160029	2016/7/18
利妥昔单抗注射液	Roche Pharma (Schweiz) AG.	100 mg/10 ml	瑞士	S20170002	2017/1/16
利妥昔单抗注射液	Roche Pharma (Schweiz) AG	500 mg/50 ml	瑞士	S20160031	2016/7/18
利妥昔单抗注射液	Roche Pharma (Schweiz) AG.	500 mg/50 ml	瑞士	J20170005	2017/2/15
利妥昔单抗注射液	Roche Pharma (Schweiz) AG.	100 mg/10 ml	瑞士	J20170034	2017/4/28

来源：药智网、国金证券研究所

- 医保方面，上市之后，利妥昔单抗仅仅进入山东、黑龙江、甘肃等个别省份的医保。虽然从临床来看是治疗的一线用药，但是较高的价格限制了产品的使用，即使在此情况下仍旧超过 12 亿的销售额。
- 2017 年利妥昔单抗通过国家医保谈判进入国家医保乙类，价格下降 48.3%。相对于其他的医保目录产品而言，目前国家谈判目录已经陆陆续续落地，已有 8 个省份出台了谈判目录产品不占药占比的政策，在目前的环境下，谈判目录的产品有望超出市场预期，加速放量。

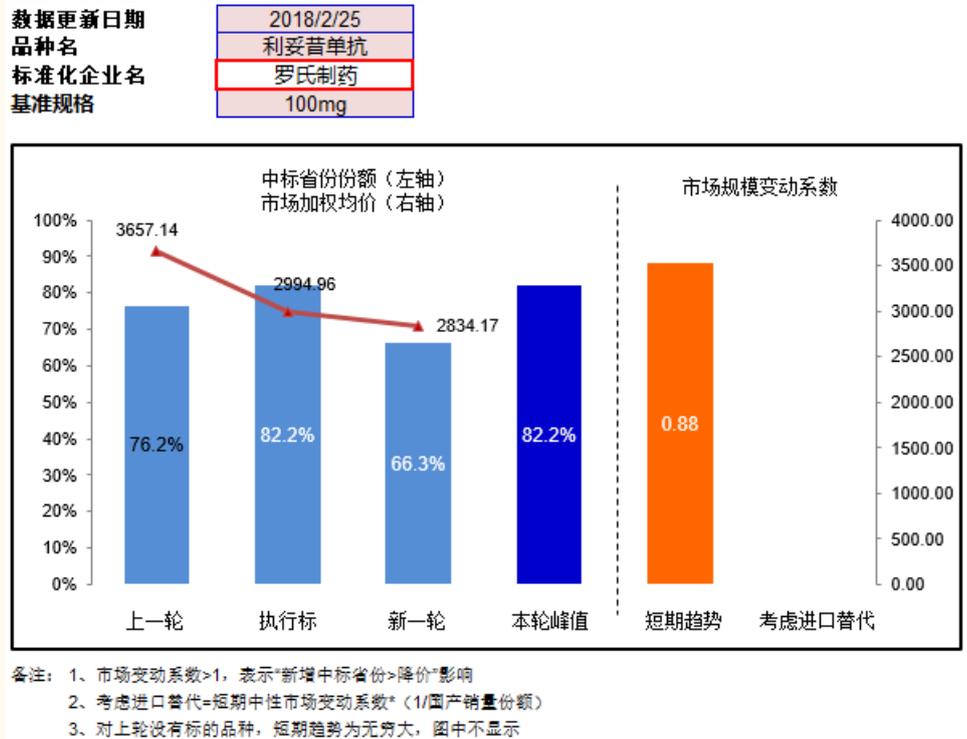
图表 5：利妥昔单抗国内医保状况

医保地区	药品名称	剂型	医保类别	备注
国家医保 (2017 版)	利妥昔单抗	注射剂	乙类	2418 元 (100mg/10ml/瓶) 8289.87 元 (500mg/50ml/瓶),限复发或耐药的滤泡性中央型淋巴瘤 (国际工作分类 B、C 和 D 亚型的 B 细胞非霍奇金淋巴瘤), CD20 阳性 III-IV 期滤泡性非霍奇金淋巴瘤, CD20 阳性弥漫大 B 细胞性非霍奇金淋巴瘤; 最多支付 8 个疗程。
黑龙江省 (2017 版)	利妥昔单抗	注射剂	乙类	限复发或耐药的滤泡性中央型淋巴瘤 (国际工作分类 B、C 和 D 亚型的 B 细胞非霍奇金淋巴瘤), CD20 阳性 III-IV 期滤泡性非霍奇金淋巴瘤, CD20 阳性弥漫大 B 细胞性非霍奇金淋巴瘤; 最多支付 8 个疗程。
上海市 (2017 版)	利妥昔单抗	注射剂	乙类	限复发或耐药的滤泡性中央型淋巴瘤 (国际工作分类 B、C 和 D 亚型的 B 细胞非霍奇金淋巴瘤), CD20 阳性 III-IV 期滤泡性非霍奇金淋巴瘤, CD20 阳性弥漫大 B 细胞性非霍奇金淋巴瘤; 最多支付 8 个疗程
北京市 (2017 增补)	利妥昔单抗	注射剂	乙类	限复发或耐药的滤泡性中央型淋巴瘤 (国际工作分类 B、C 和 D 亚型的 B 细胞非霍奇金淋巴瘤), CD20 阳性 III-IV 期滤泡性非霍奇金淋巴瘤, CD20 阳性弥漫大 B 细胞性非霍奇金淋巴瘤; 最多支付 8 个疗程。
黑龙江省 (2009 版)	利妥昔单抗	注射剂	乙类	
江西省 (2009 版)	利妥昔单抗	注射剂	乙类	限复发或化疗耐药的情性 B 淋巴瘤
山东省 (2009 版)	利妥昔单抗	注射剂	乙类	
青海省 (2009 版)	利妥昔单抗	注射剂	乙类	限恶性肿瘤的辅助治疗和工伤保险
宁夏回族自治区 (2009 版)	利妥昔单抗	注射剂	乙类	
广西壮族自治区 (2009 版)	利妥昔单抗	注射剂	乙类	
西藏自治区 (2009 版)	利妥昔单抗	注射剂	乙类	
甘肃省 (2009 版)	利妥昔单抗	注射剂	乙类	
贵州省 (2009 版)	利妥昔单抗	注射剂		

来源：药智网、国金证券研究所

- **招标方面：**根据国金医药“5D3S”药品评估模型，以 100mg/10ml 为基准，利妥昔单抗新一轮中标价在 2834.17 元，较上一轮的 3657.14 元下降 22.50%，整体价格压力比较大。从中标省份来看，较上一轮有所提高。短期来看，利妥昔单抗的市场规模变动系数小于 1，降价影响超过新中标省份。

图表 6：国金医药药品评估“5D3S”药品评估模型——利妥昔单抗



来源：药智网、国金证券研究所

- **销售来看，**利妥昔单抗过去今年销售保持稳健，从 2013 年的 9.65 亿到 2017 年的 17.38 亿，5 年 CAGR 为 12.49%。随着新一轮的招标和医保目录调整，我们认为利妥昔单抗销售额有望加速增长。

图表 7：利妥昔单抗国内销售额



来源：药智网、国金证券研究所

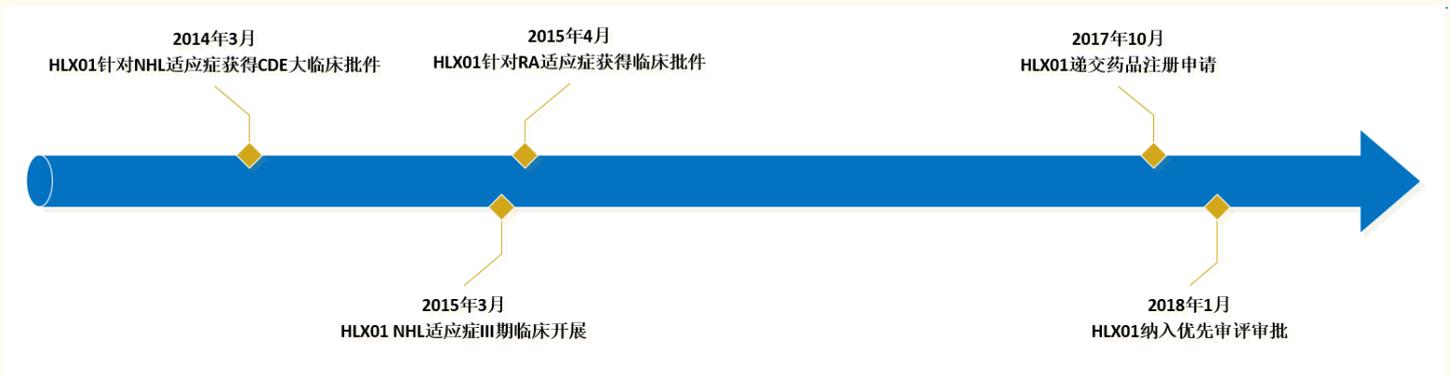
- 2014年3月，复宏汉霖 HLX01 项目产品高质量的研究工作得到 CDE 的认可，获得 NHL 适应症的临床大批件（即临床 I、II、III 期试验一起批准），这是中国第一个按生物类似药批准进行临床试验的单抗生物类似药。
- 2015年3月，HLX01 NHL 适应症 III 期临床试验正式启动。2017年10月，复宏汉霖获得国家食药监总局颁发的《药品注册申请受理通知书》，HLX01 也是国内第一个注册申请获得受理的单抗生物类似药。
- 2018年1月，复宏汉霖 HLX01 以重大专项的身份纳入优先审评程序药品注册申请第二十六批。我们认为有望在 2018 年下半年获批上市。
- 复宏汉霖 HLX01 产品申请 NHL 适应症的同时，也向 CDE 递交了类风湿关节炎（RA）适应症的临床申请，并于 2015 年 4 月获得临床批件。按照临床进展，2018 年下半年有望进入临床 III 期。由于原研罗氏利妥昔单抗未在国内获批 RA 适应症，因此复宏汉霖利妥昔单抗针对 RA 适应症以创新药途径进行研究申报。

图表 8：复宏汉霖 HLX01 临床试验

登记号	试验题目	药物名称	适应症	试验状态	试验分期	申办单位	试验机构	登记时间
CTR20150727	比较 HLX01 和美罗华在类风湿关节炎受试者药代动力学的 I/II 期临床研究	重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液	类风湿关节炎	进行中（招募中）	其它	上海复宏汉霖生物技术有 限公司	北京协和医院	2015/12/1
CTR20150583	HLX01 联合 CHOP 方案（H-CHOP）与利妥昔单抗联合 CHOP 方案（R-CHOP）临床对比研究	HLX01	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	进行中（招募完成）	3 期	上海复宏汉霖生物技术有 限公司	中国医学科学院 肿瘤医院	2015/8/26
CTR20140764	比较 HLX01 与美罗华药代动力学和药效动力学的临床研究	HLX01	CD20+ 的 B 细胞淋巴瘤	已完成	1 期	上海复宏汉霖生物技术有 限公司	中国医学科学院 肿瘤医院	2014/11/26
CTR20140400	HLX01 在 CD20+ 的 B 细胞淋巴瘤的患者中的 Ia 期临床研究	HLX01	CD20+ 的 B 细胞淋巴瘤	已完成	其它	上海复宏汉霖生物技术有 限公司	中国医学科学院 肿瘤医院	2014/6/11

来源：药智网、国金证券研究所

图表 9：复宏汉霖 HLX01 研发进展



来源：CFDA、国金证券研究所

临床竞争格局

- 从临床进展角度而言，中信国健抗 CD20 单抗由于临床数据规范性问题撤回，复宏汉霖针对 DLBCL 适应症申报生产，为国内首家；神州细胞和信达生物均为临床三期，进展比较靠前。同时，复宏汉霖针对 RA 适应症在临床 I 期，为国内首家。我们认为复宏汉霖利妥昔单抗类似药大概率成为国内首家上市产品。

图表 10: 抗 CD20 单抗国内竞争格局



备注: BCL-B 细胞淋巴瘤;NHL-非霍奇金淋巴瘤;DLBCL-弥漫大 B 细胞非霍奇金淋巴瘤;FL-滤泡性非霍奇金淋巴瘤;RA-类风湿性关节炎

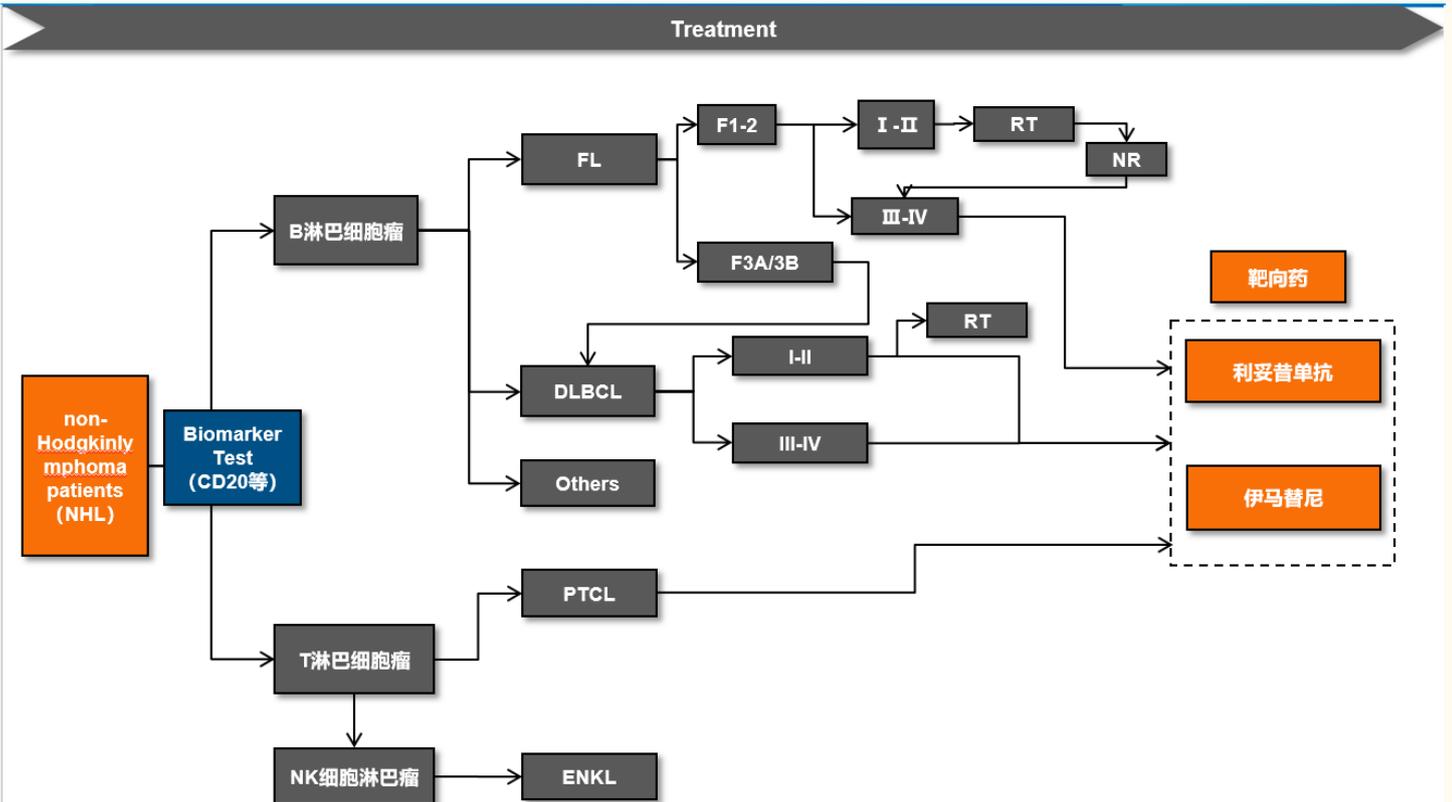
来源: CFDA、各公司网站、国金证券研究所

市场空间

- 中国每年新增超过四万个非霍奇金淋巴瘤患者，然而由于原研药价格高昂，参照终端销售估计仅有 20% 的患者能获得 Anti-CD20 的靶向治疗，复宏汉霖 HLX01 产品一旦获得批准上市，将使更多的患者从中获益。
- 恶性淋巴瘤（也称为淋巴瘤）是我国最常见的十大肿瘤之一。根据《中国肿瘤登记年报》公布的数据，2003 年至 2013 年，恶性淋巴瘤的发病率约为 5/10 万。而依据最新的《Cancer Statistics in China, 2015》以 2009-2011 年发病率数据为参照，估计目前我国每年新发的淋巴瘤患者为 88200 人，其中男性患者 53000 人，女性患者 35200 人。淋巴瘤按组织病理学可分为霍奇金淋巴瘤（HL）和非霍奇金淋巴瘤（NHL），其中 NHL 占淋巴瘤的 90%，其余为 HL。
- 弥漫大 B 细胞淋巴瘤（DLBCL）为 NHL 中最常见的类型，在西方占成人 NHL 的 30%-40%，在亚洲国家的发病率一般大于 40%，我国约占 35%-50%。DLBCL 中位发病年龄为 50~70 岁，男性略高于女性。我国 2011 年一项由 24 个中心联合进行、共收集 10002 例病例样本的分析报告指出，在中国 DLBDL 占有 NHL 的 45.8%，占有淋巴瘤的 40.1%。

- **滤泡性淋巴瘤 (FL)** 是欧美地区最常见惰性淋巴瘤，约占 NHL 发病率的 20-30%，包括中国在内的亚洲地区发病率较低，不足 NHL 的 10%，中位发病年龄为 60 岁。
- 根据《中国弥漫大 B 细胞淋巴瘤诊断与治疗指南 (2013 年版)》，针对 DLBCL，临床推荐的一线治疗方案为 6~8 个疗程的 R-CHOP21 (利妥昔单抗+环磷酰胺+阿霉素+长春新碱+泼尼松)；根据《中国恶性淋巴瘤诊疗规范 (2015 年版)》，FL 的标准一线治疗方案为利妥昔单抗联合化疗，联合化疗方案可有多种选择，无任何一种方案经证实可以显著延长患者的总生存时间 (OS)。可选择的联合化疗方案包括 CHOP 方案或 CVP 方案等。

图表 11：非霍奇金淋巴瘤患者流



CLL/SLL: 慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤; FL: 滤泡性淋巴瘤; DLBCL: 弥漫性大 B 细胞淋巴瘤; LBL: 淋巴母细胞淋巴瘤; PTCL: 外周 T 细胞淋巴瘤; ENKL: 结外 NK/T 细胞淋巴瘤鼻型

来源: NCCN 指南、抗肿瘤药物临床应用指导原则、国金证券研究所

- 根据利妥昔单抗使用说明书，针对 NHL 剂量是 375 mg/m²，以一个成人平均表面积为 1.5~2 m²为参照，一次治疗使用的剂量为 563~750mg，即使用 100mg/10ml/瓶 6~8 支/次，考虑最新医保谈判价格，一个疗程治疗费用在 1.5~2 万元。针对一个病人 6 个疗程治疗的总费用支出在 9-12 万左右。
- RA 适应症：临床上，利妥昔单抗与甲氨蝶呤联用适用于治疗成年中度-至严重活动性类风湿样关节炎对一种或更多 TNF 拮抗剂治疗反应有不充分的患者。由于目前国内 TNF α 渗透率有限，因此短期针对 RA 的适应症的患者数量有限。

定量估计

- 核心变量及假设：
 - 上市时间：2018 年底至 2019 年初
 - 上市成功率：90%
 - 定价：初始定价原研 8 折，后每两年调整一次
 - 产品渗透率峰值：60%
 - 市占率：最终实现进口替代，且复宏汉霖凭借领先上市时间和销售实力，为国产市占率最高。
- 根据国金医药“5D3S”药品评估模型，我们预计复宏汉霖利妥昔单抗类似药峰值在 14 亿人民币，对应的 DCF 估值为 35 亿人民币

复星医药：创新驱动的综合医疗集团！

- 1、我们认为公司长期基于产业经营已经证明自己的能力。不论是基于并购后的整合，提升整体的医疗集团的协同和实力，还是长期对于产业发展趋势判断的持续研发投入，公司已经在不同层面证明自己优秀的医药产业经营实力。
- 2、公司具备成长为国际一流制药企业的基因。相对于全球医药产业而言，中国尚未出现在国际舞台前列的制药企业，这与中国整体国力不符，我们认为复星有望成为中国医药行业在国际舞台的代表。
 - 1) 其一，公司长期持续高效的研发投入，以创新驱动公司发展。在全球 Biologics&Biosimilar 高速发展的背景下，公司经过多年经营布局，建立起丰富扎实的产品线，成为国内 Biosimilar 的领头者，同时布局具有自主知识产权的生物创新药，建立起一整套独立研发、生产的体系，引领中国生物药的蓬勃发展，并有望在国际市场抢占一席之地。
 - 2) 其二，公司天生具有成为 Bigpharma 的基因。公司成长路径已经证明自己优秀的并购整合能力。从企业长期发展路径来看，未来要成为一流的全球性制药企业，一定要具有基于产业发展方向的项目筛选和并购整合能力，复星医药在创立之初便搭建优秀的并购团队，建立起一套成熟高效的项目筛选和并购整体的体系。近期中国加入 ICH，中国整体的药品审批体系、医保支付等与国际对接，复星的中国市场嫁接国际资源的优势更加顺畅！
 - 3) 其三，优秀的管理团队和人才选拔培养体系。16 年中开始，复星总裁由原江苏万邦的总经理吴以芳担任，吴总从销售做起，一步步将万邦发展壮大，这与之前总裁以投资见长的情况不同。从管理上，我们认为复星医药更加具有产业管理的思维，基于复星医药的深度整合，优化资源配置，提高经营效率。
- 3、研发角度而言，公司已经在大分子生物药证明自己的龙头地位，小分子在创新药和一致性评价持续突破。
 - 1) 对 CD20 靶点的生物类似药作为中国第一个以 Biosimilar 身份申请上市的生物药，已递交 CFDA 滚动申请，有望年内突破；
 - 2) 针对 HER2 靶点的生物类似药三期临床稳步推进，有望在 18 年下半年获得核心数据，申报生产。
 - 3) 随着国内细胞治疗申报和注册流程明确，公司有望在 18 年上半年完成 CD19 CAR-T 的临床申报。
 - 4) 重组人胰岛素、重组甘精胰岛素、重组赖脯胰岛素三期临床稳步推进，有望在年内获得关键数据。
 - 5) 创新生物药方面：针对 VEGFR2、EGFR、PD-1 的靶点在台湾、美国、国内同步开展临床。

- 6) 小分子创新药方面：万格列净片、注射用 FN-1501、FCN-437c 胶囊等陆续获批临床。

盈利预测

- 考虑 Gland 并表，我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 37.51/43.84/51.35 亿。考虑到公司利润结构改善带来的估值重构以及研发的收获期，给予买入评级。

风险提示

- 并购低于预期、整合低于预期。复星医药已经在并购整合方面证明了自己优秀能力，但是对于每一个并购项目而言都存在并购及整合的不确定性。
- 新产品获批低于预期：药审改革之后国内的药品审批速度大大加速，但是对于具体品种而言，仍然存在审批的不确定性。
- 产品降价。对于仿制药而言，竞争日趋激烈，在医保控费的大环境下，存在产品降价的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	12,609	14,629	18,534	22,983	26,912	31,329
增长率		16.0%	26.7%	24.0%	17.1%	16.4%
主营业务成本	-6,308	-6,718	-7,609	-9,078	-10,442	-12,156
%销售收入	50.0%	45.9%	41.1%	39.5%	38.8%	38.8%
毛利	6,301	7,910	10,925	13,905	16,470	19,173
%销售收入	50.0%	54.1%	58.9%	60.5%	61.2%	61.2%
营业税金及附加	-106	-153	-223	-230	-269	-313
%销售收入	0.8%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-2,815	-3,704	-5,791	-7,125	-8,343	-9,712
%销售收入	22.3%	25.3%	31.2%	31.0%	31.0%	31.0%
管理费用	-1,906	-2,312	-2,749	-3,447	-4,037	-4,699
%销售收入	15.1%	15.8%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	1,473	1,742	2,162	3,103	3,822	4,449
%销售收入	11.7%	11.9%	11.7%	13.5%	14.2%	14.2%
财务费用	-450	-401	-555	-674	-682	-465
%销售收入	3.6%	2.7%	3.0%	2.9%	2.5%	1.5%
资产减值损失	-70	-79	-62	0	0	0
公允价值变动收益	-2	12	44	0	0	0
投资收益	2,347	2,125	2,307	2,300	2,300	2,300
%税前利润	69.6%	59.5%	56.8%	48.6%	42.3%	36.6%
营业利润	3,297	3,399	4,075	4,728	5,439	6,283
营业利润率	26.2%	23.2%	22.0%	20.6%	20.2%	20.1%
营业外收支	75	172	-13	3	3	3
税前利润	3,372	3,572	4,062	4,731	5,442	6,286
利润率	26.7%	24.4%	21.9%	20.6%	20.2%	20.1%
所得税	-501	-350	-476	-520	-599	-691
所得税率	14.9%	9.8%	11.7%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	2,871	3,221	3,585	4,211	4,844	5,595
少数股东损益	411	416	461	460	460	460
归属于母公司的净利润	2,460	2,806	3,124	3,751	4,384	5,135
净利率	19.5%	19.2%	16.9%	16.3%	16.3%	16.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,871	3,221	3,585	4,211	4,844	5,595
少数股东损益	411	416	461	460	460	460
非现金支出	720	812	1,001	1,042	1,084	1,127
非经营收益	-1,903	-1,677	-1,884	-1,480	-1,487	-1,668
营运资金变动	-74	-253	-139	701	-147	-149
经营活动现金净流	1,613	2,104	2,563	4,474	4,294	4,905
资本开支	-1,214	-1,860	-2,070	296	-800	-902
投资	-1,076	-575	-9,333	-1	0	0
其他	420	-12	899	2,300	2,300	2,300
投资活动现金净流	-1,870	-2,447	-10,504	2,595	1,500	1,398
股权募资	116	2,728	3,018	0	0	0
债权募资	2,004	571	8,929	-4,923	-3,755	-1,253
其他	-1,532	-1,773	-2,210	-1,595	-1,839	-1,783
筹资活动现金净流	587	1,526	9,736	-6,518	-5,594	-3,035
现金净流量	330	1,183	1,795	551	200	3,267

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,029	5,996	7,249	7,800	8,000	11,267
应收账款	2,348	2,621	4,206	4,396	5,148	5,992
存货	1,649	1,671	2,751	2,636	3,032	3,530
其他流动资产	300	477	851	897	946	1,008
流动资产	8,325	10,764	15,056	15,730	17,126	21,797
%总资产	21.8%	24.6%	24.3%	25.7%	27.4%	32.6%
长期投资	17,234	18,850	21,124	21,125	21,124	21,124
固定资产	5,765	6,305	8,316	8,191	8,018	7,896
%总资产	15.1%	14.4%	13.4%	13.4%	12.8%	11.8%
无形资产	6,562	7,144	16,776	15,570	15,463	15,363
非流动资产	29,876	33,003	46,915	45,576	45,294	45,072
%总资产	78.2%	75.4%	75.7%	74.3%	72.6%	67.4%
资产总计	38,202	43,768	61,971	61,305	62,421	66,870
短期借款	7,334	5,650	10,478	6,209	2,454	1,200
应付款项	2,467	2,799	4,735	5,337	6,185	7,200
其他流动负债	1,138	1,659	1,387	1,490	1,692	1,932
流动负债	10,939	10,109	16,600	13,036	10,331	10,332
长期贷款	1,676	2,183	5,580	5,580	5,580	5,581
其他长期负债	4,917	6,226	10,050	9,415	9,415	9,415
负债	17,532	18,517	32,230	28,031	25,326	25,328
普通股股东权益	18,182	22,190	25,327	28,400	31,760	35,747
少数股东权益	2,488	3,060	4,415	4,875	5,335	5,795
负债股东权益合计	38,202	43,768	61,971	61,305	62,421	66,870

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.063	1.162	1.252	1.503	1.757	2.058
每股净资产	7.857	9.190	10.151	11.382	12.729	14.327
每股经营现金净流	0.697	0.871	1.027	1.793	1.721	1.966
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.360	0.410	0.460
回报率						
净资产收益率	13.53%	12.64%	12.34%	13.21%	13.80%	14.36%
总资产收益率	6.44%	6.41%	5.04%	6.12%	7.02%	7.68%
投入资本收益率	3.75%	4.11%	3.60%	5.28%	6.50%	7.13%
增长率						
主营业务收入增长率	4.85%	16.02%	26.69%	24.01%	17.10%	16.41%
EBIT增长率	23.57%	18.23%	24.10%	43.52%	23.17%	16.41%
净利润增长率	16.43%	14.05%	11.36%	20.05%	16.86%	17.14%
总资产增长率	9.94%	14.57%	41.59%	-1.07%	1.82%	7.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.9	46.2	51.3	51.0	51.0	51.0
存货周转天数	94.1	90.2	106.0	106.0	106.0	106.0
应付账款周转天数	52.3	54.3	64.2	64.0	64.0	64.0
固定资产周转天数	137.8	128.2	129.1	97.4	76.7	59.8
偿债能力						
净负债/股东权益	33.11%	20.50%	43.12%	24.06%	10.92%	-1.13%
EBIT利息保障倍数	3.3	4.3	3.9	4.6	5.6	9.6
资产负债率	45.89%	42.31%	52.01%	45.72%	40.57%	37.88%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	60
增持	0	0	0	0	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.12

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-02	买入	20.80	24.00~25.00
2	2016-08-04	买入	20.97	N/A
3	2016-08-24	买入	21.57	24.80~28.00
4	2016-09-30	买入	23.22	27.00~30.00
5	2017-01-11	买入	23.29	N/A
6	2017-03-03	买入	25.84	N/A
7	2017-03-29	买入	28.14	N/A
8	2017-04-11	买入	28.25	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH