

方正证券研究所证券研究报告

海外首席分析师：杨仁文
执业证书编号：S1220514060006
E-mail: yangrenwen@foundersc.com
海外高级分析师：房乐
执业证书编号：S1220517040008
E-mail: fangle@foundersc.com

联系人：韩筱辰
E-mail: hanxiaochen@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

石药集团 (1093. HK)：创新与国际化双驱动，收获期即将到来

石药集团 (01093)

公司研究

医药生物行业

公司深度报告

2018. 03. 13/推荐(首次)

从原料药到创新药的华丽转变。石药集团 2012 年重组后，由仿至创、从原料药制药商逐渐转变为创新药的医药行业龙头。形成一起多强的创新药物格局（恩必普、欧来宁、玄宁、抗肿瘤药物组合）。2012-2016 年创新药收入复合增长率达到 38.67%，已成为集团利润增长的发动机。重磅产品恩必普用于急性缺血性脑卒中的治疗，是全球唯一具有线粒体保护作用的脑微循环重构剂。2017 年恩必普注射剂被列入国家医保目录则有利于产品的进一步放量。

抗肿瘤药物产品丰富，增长势头强劲。公司抗肿瘤药物组合目前核心品种为：多美素、津优力、艾利能和诺利宁。其中津优力、艾利能和诺利宁进入国家医保。人口老龄化和不良生活习惯等因素，使得中国每年新发癌症病例约 350 万，且有逐年上升的趋势。抗肿瘤药物组合 2016 年上半年占创新药比例达到 11%。广阔的市场空间，使得抗肿瘤产品进入快速上升通道。

创新型研发体系，产品储备丰富。石药集团构建了“两国三级六联盟十二联合实验室”的研发体系。公司每年将新产品销售收入的 8% 以上投入到研发项目。在高平台高投入的背景下，目前正在研发的项目有 170 个，其中一类新药 18 个并且均是极具发展潜力的品种，部分 1 类新药的峰值销售额有望突破 10 亿元。依托丰富的产品储备，石药集团发力在即。

拟分拆新诺威上市，拓展产业链布局。新诺威是全球最大的咖啡因生产基地，约占全球 40% 市场份额。2017 年石药集团拟分拆新诺威上市。公司拟在深交所创业板公开发行不超过 5000 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%，预期有关业务分拆后，石药集团的持股比例将会降至 75%。新诺威将继续成为石药集团的间接附属公司。使得集团旗下功能食品板块和药品板块比肩。拓宽产业链布局，协调资源优势。

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 24.6/29.2/35.0 亿人民币，对应 EPS 分别为 0.40/0.47/0.56 元，对应 PE 分别为 39.8/33.4/27.9X。给予“推荐”评级。

风险提示：1) 产品推广不及预期。2) 药品批准进度不及预期。3) 市场规模增速不及预期。

盈利预测：

单位/百万	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	11160	14008	17033	20468
(+/-) (%)		25.5	21.6	20.2
净利润	1975	2456	2923	3502
(+/-) (%)		24.3	19.0	19.8
EPS (元)	0.33	0.40	0.47	0.56
P/E	49.4	39.8	33.4	27.9

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	公司概况	5
1.1	国企改革，管理层与股权结构趋同	6
2	创新药板块支撑集团快速发展	7
2.1	恩必普	8
2.1.1	中国中风市场规模巨大	8
2.1.2	恩必普业绩增长迅猛，市场空间广阔	9
2.1.3	相比传统治疗手段，恩必普优势尽显	10
2.1.4	销售渠道下沉，市场认可度增高	11
2.2	欧来宁	11
2.2.1	阿尔茨海默病	11
2.2.2	AD 就诊率低，患病人数激增	12
2.2.3	欧来宁市场大	12
2.3	玄宁	14
2.3.1	患病人数多，市场空间大	14
2.3.2	左旋氨氯地平市场大	14
2.3.3	销售渠道下沉，集成终端占比上升	16
2.4	多美素	16
2.5	津优力	18
2.6	艾利能	20
2.7	诺利宁	21
3	普药	22
4	原料药	22
4.1	维生素 C	23
4.2	抗生素	24
4.3	咖啡因	24
5	研发储备丰富-创新药在研主力产品	25
5.1	复方左旋氨氯地平阿托伐他汀钙片	25
5.2	注射用重组胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 受体激动剂 (RE4)	26
5.3	注射用匹诺塞林	26
6	研发与创新，石药成长的源动力	26
6.1	研发体系	26
6.2	研发硕果累累	28
6.3	布局海外战略	29
6.4	研发规划清晰，利好消息不断	30
7	对标国内外药企龙头，集团有望达到新高度	32
7.1	国外药企龙头-辉瑞制药	32
7.2	对标国内药企龙头-恒瑞医药	35

图表目录

图表 1:	营业收入及增长率	5
图表 2:	净利润及增长率	5
图表 3:	毛利率	5
图表 4:	投资回报率	5
图表 5:	2013 年、2015 年股权结构	6
图表 6:	2017 年 6 月 30 日股权结构	6
图表 7:	石药集团民营化进程	7
图表 8:	石药集团主要子公司	7
图表 9:	原料药, 创新药, 普药各年比例	8
图表 10:	核心创新药	8
图表 11:	中国中风市场规模	9
图表 12:	中国人肥胖趋势	9
图表 13:	恩必普简介	10
图表 14:	恩必普强劲的销售业绩	10
图表 15:	丁苯酞市场占比	10
图表 16:	恩必普优点	10
图表 17:	脑卒中储备产品	11
图表 18:	恩必普口服剂和注射剂销售收入对比	11
图表 19:	65 岁以上老年人口	12
图表 20:	奥拉西坦和吡拉西坦对比	13
图表 21:	欧来宁销售收入	13
图表 22:	中国奥拉西坦市场规模	13
图表 23:	石药集团在奥拉西坦市场占据领先市场份额 (2015 年数据)	14
图表 24:	2013 年-2015 年公立医疗机构抗高血压用药化学药各亚类市场份额占比情况	15
图表 25:	玄宁销售收入	15
图表 26:	中国左旋氨氯地平市场规模	15
图表 27:	2015 年左旋氨氯地平市场竞争格局	16
图表 28:	多美素销售业绩	17
图表 29:	中国多柔比星脂质体制剂市场规模	17
图表 30:	多美素对比传统阿霉素的临床优势	17
图表 31:	石药集团市场份额提升迅速	18
图表 32:	津优力销售收入	18
图表 33:	中性粒细胞减少性发热成为最大杀手	18
图表 34:	津优力 vs Neulasta	19
图表 35:	津优力优点	19
图表 36:	聚乙二醇化修饰意义	19
图表 37:	津优力销售收入	20
图表 38:	中国聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子市场规模	20
图表 39:	国内市场 rhG-CSF 药物市场份额	20
图表 40:	榄香烯和其他抗肿瘤植物药比较	21
图表 41:	水针剂优势	21
图表 42:	普药销售收入	22
图表 43:	原料药与成药占比变化	23
图表 44:	原料药与成药占比变化	23
图表 45:	维生素 C 出口价格	23
图表 46:	维生素 C 销售情况	23

图表 47:	2008 年-2017 年抗生素收入	24
图表 48:	公司抗生素主要产品价格趋势-6-APA、7-ACA-酶法、阿莫西林.....	24
图表 49:	青霉素工业盐价格	24
图表 50:	咖啡因价格	25
图表 51:	部分创新药研发管线一览	25
图表 52:	阿托伐他汀国内样本医院市占分布	26
图表 53:	三级研发体系	27
图表 54:	8 个关键技术平台	27
图表 55:	销售收入和研发投入比例趋势图	27
图表 56:	石药集团研发体系建设—产学研联盟	28
图表 57:	石药集团合作院校	28
图表 58:	石药集团研发成果——承担课题	29
图表 59:	石药集团海外布局	29
图表 60:	在研产品线—美国 ANDA 品种	29
图表 61:	石药集团研发规划—研发管线	30
图表 62:	石药集团研发成果—重大创新产品	30
图表 63:	在研产品线—1 类新药（临床阶段）	31
图表 64:	主要待批仿制药	32
图表 65:	辉瑞公司历史	33
图表 66:	辉瑞并购史	33
图表 67:	石药并购历程	34
图表 68:	研发管线 TOP5 企业	34
图表 69:	辉瑞制药上市以来的涨跌幅和成交量	35
图表 70:	石药集团上市以来的涨跌幅和成交量	35
图表 71:	恒瑞医药发展历程	35
图表 72:	恒瑞医药和石药集团研发投入对比	36
图表 73:	恒瑞医药和石药集团研发占营收比重对比	36
图表 74:	恒瑞制药和石药集团国外营收对比	36

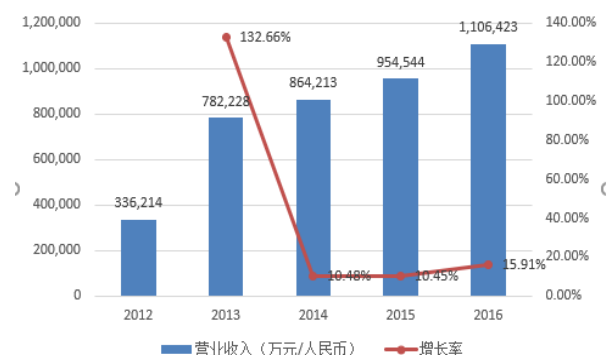
1 公司概况

石药集团是一家综合型大型制药企业。石药集团有着红色历史，公司的前身建于1938年八路军晋察冀的材料厂。1994年，通过在香港的子公司中国制药企业投资有限公司上市。1997年8月份，为了增加国际竞争力，河北制药、石家庄第一制药第二制药和第四制药4个制药厂强强联合，组成了现今的石药集团。集团下属子公司30多家，主要生产基地位于中国河北石家庄市，主营原料药、普药、创新药三大板块。产品主要包括心脑血管、抗生素、维生素、解热镇痛、消化系统用药、抗肿瘤用药等七大系列近千个品种，有30个产品单品种销售过亿元，产品销售遍及全国和世界60多个国家和地区。

经过20多年发展，目前的石药集团已经成为中国医药行业的龙头企业之一，是香港恒生红筹股指数成份股。沪港通开通后，石药集团被纳入港股通名单，成为港股通医药板块的龙头标的。2016年位列中国制药工业百强榜第4位。

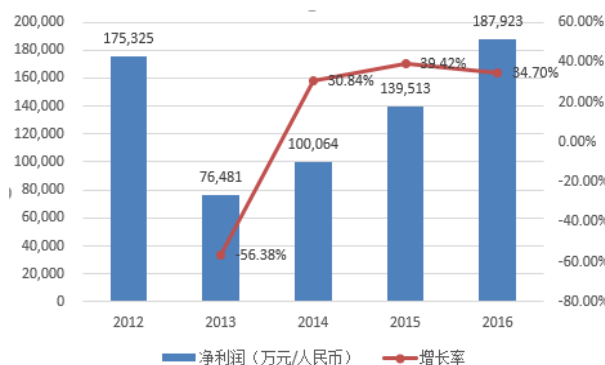
得益于创新药高增长、高销售的强劲市场表现，集团营业收入、净利润增长迅速，毛利率、投资回报率呈现高增长态势。2016年营业收入110.64亿元，毛利56.43亿元，毛利率为51.00%，净利润18.79亿元，净利率为16.98%。

图表1：营业收入及增长率



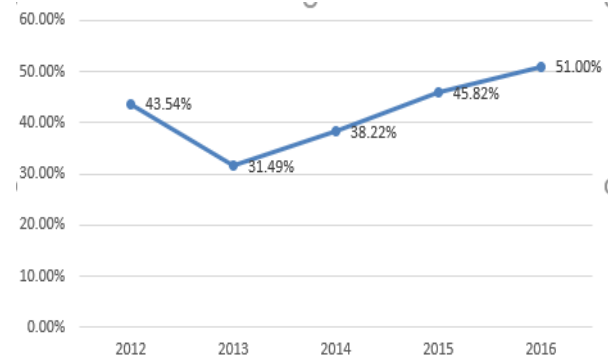
资料来源：wind，方正证券

图表2：净利润及增长率



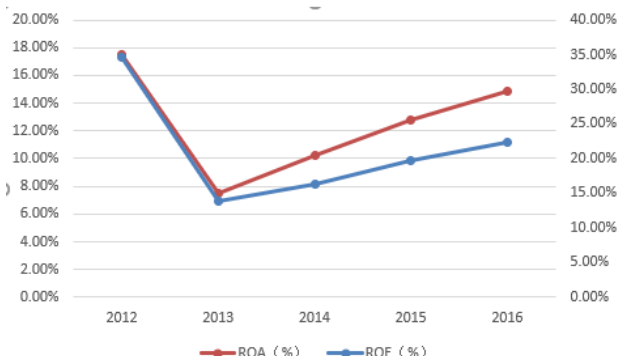
资料来源：wind，方正证券

图表3：毛利率



资料来源：wind，方正证券

图表4：投资回报率



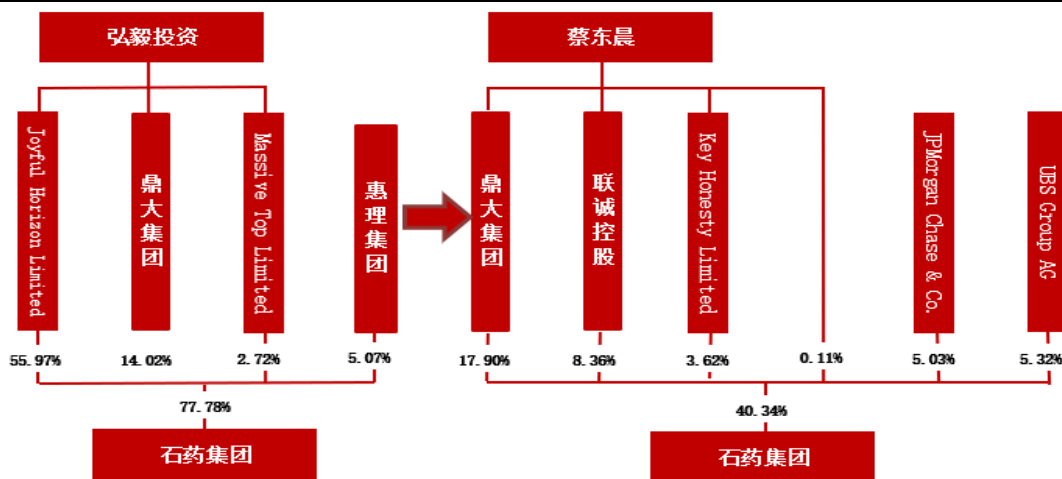
资料来源：wind，方正证券

1.1 国企改革，管理层与股权结构趋同

石药集团经过一系列改革，并购、重组、MBO 后，由老牌国企成为民营企业。管理层与股权结构趋同。有利于企业经营发展，为创新研发的后续发力奠定基础。

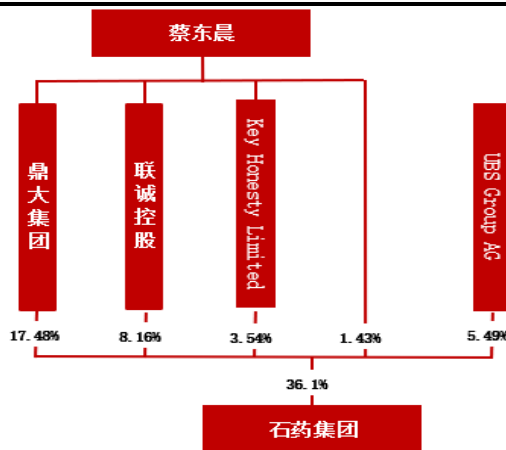
作为传统的国企，石药集团始终无法做到灵活的注资，公司发展缓慢。为突破瓶颈，2007 年石药集团进行了国有资产产权改革，联想控股以 8.7 亿元人民币收购石药集团 100% 股权，原来石家庄市国资委持有的产权完全退出。2008 年联想控股把持有的石药集团全部股权转让于子公司弘毅投资 III 期。2012 年，公司进行战略重组，成功收购了石药集团欧意药业有限公司、石药集团恩必普药业有限公司及石药集团新诺威制药股份有限公司三家企业，实现了从原料药制造商到创新和品牌药制造商的重大战略转型。2013 年 1 月公司更改名称，由中国制药集团有限公司更改为石药集团。弘毅投资于 2013 年开始逐渐出售石药的股份，于 2015 年全部出售完毕。由公司主席兼 CEO 蔡东晨成为实际控制人，持股比例达到约 30% 左右。

图表5： 2013 年、2015 年股权结构



资料来源：公司公告，方正证券

图表6： 2017 年 6 月 30 日股权结构



资料来源：公司公告，方正证券

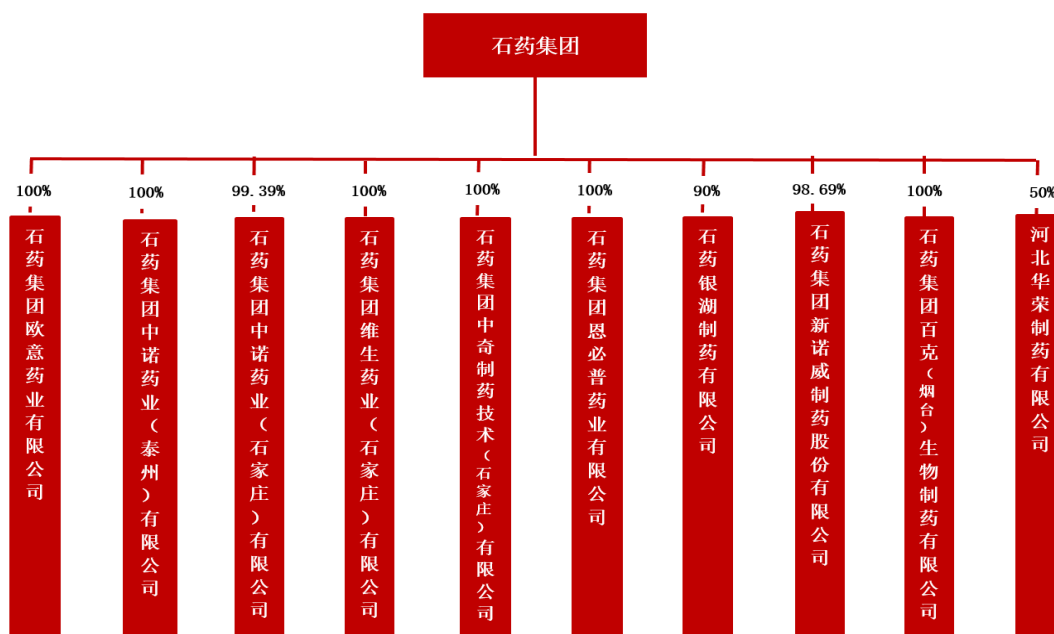
图表7：石药集团民营化进程

石药集团民营化进程	
2007年	石药集团国有资产产权改革，联想控股收购其100%股权。
2008年	联想控股将其所持有的全部石药集团股权转让给弘毅投资。
2012年	石药进行战略重组，收购欧意药业、必普药业及新诺威制药三家企业。
2013年	弘毅投资开始出售石药集团股份。
2015年	弘毅投资出售股权完毕，蔡东晨成为实际控制人，持股约30%左右。

资料来源：公司公告，方正证券

从原料药到创新药改变。主要的子公司维生药业是全球最大的维生素C生产基地；新诺威制药是全球最大的咖啡因生产基地。欧意药业则是高端处方药生产基地；恩必普药业是唯一一个以产品名命名的子公司，生产的丁苯酞软胶囊（主要用于治疗轻、中度急性缺血性脑卒中）是具有自主知识产权的国家一类新药。

图表8：石药集团主要子公司



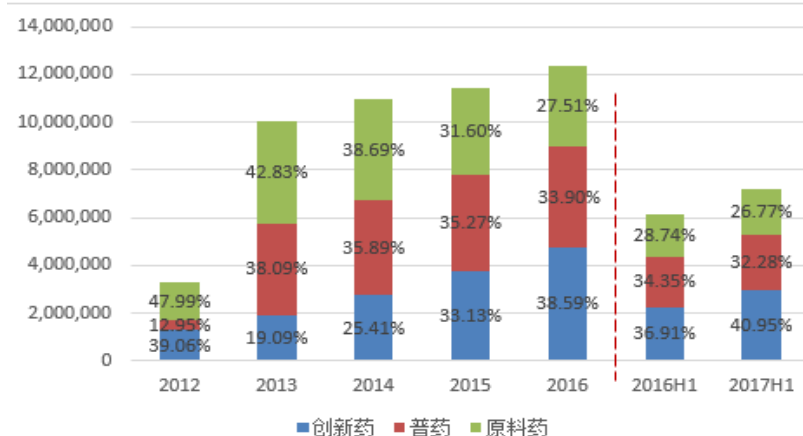
资料来源：公司官网，公司年报，方正证券

2 创新药板块支撑集团快速发展

公司在 2012 年重组后，积极布局研发和创新。以创新为集团主要竞争力，积极拓展研发管线。目前集团已形成以恩必普、欧来宁、玄宁、肿瘤药组合，一超多强的创新药集群。在强大的研发平台，高投入的研发费用的背景下，创新药销售收入占比逐年提升。2016 年实现营收 47.7 亿元，同比增加 26.4%，已名列公司收入第一大板块，收入占比近 39%。2017 年上半年占比将近 41%。

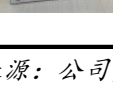
图表9： 原料药，创新药，普药各年比例

单位：千港元



资料来源：公司公告，方正证券

图表10： 核心创新药

产品	详情
 恩必普	- 通用名：丁苯酞 - 适应症：急性缺血性脑卒中（中风） - 独家产品，专利保护 - 国家医保
 欧来宁	- 通用名：奥拉西坦 - 适应症：轻中度血管性痴呆、老年性痴呆及脑外伤等引致的记忆与智能障碍 - 奥拉西坦粉针是独有剂型
 玄宁	- 通用名：马来酸左旋氨氯地平 - 适应症：高血压、慢性稳定性心绞痛及变异型心绞痛 - 国家医保
 多美素	- 通用名：盐酸多柔比星脂质体注射液 - 适应症：癌症（多发性骨髓瘤，淋巴瘤，卵巢癌，乳腺癌） - 二仿品种
 津优力	- 通用名：聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液 - 适应症：预防化疗后引起的白细胞减少、降低感染发生率 - 首家获批的长效G-CSF注射液 - 国家医保
 艾利能	- 通用名：榄香烯注射液 - 适应症：神经胶质瘤和脑转移瘤的治疗及癌性胸腹水的辅助治疗及癌性胸腹水的辅助治 - 二仿品种 - 国家医保
 诺利宁	- 通用名：甲磺酸伊马替尼片 - 适应症：费城染色体阳性的慢性髓细胞白血病（Ph+CML），费城染色体阳性的急性淋巴细胞白血病（Ph+ALL） - 三仿品种 - 国家医保

资料来源：公司资料，方正证券

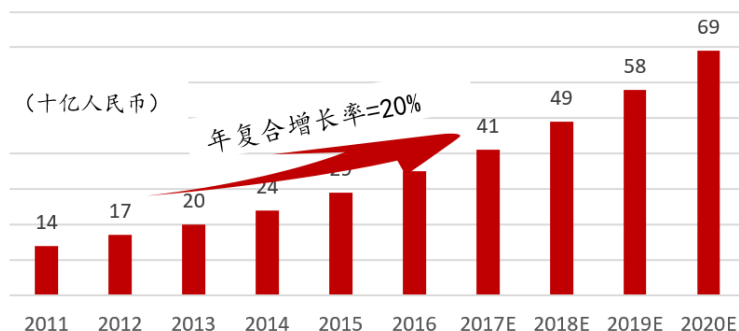
2.1 恩必普

2.1.1 中国中风市场规模巨大

脑卒中又称中风，是一种急性脑血管疾病。是由于脑部血管突然破裂或因血管阻塞导致血液不能流入大脑而引起脑组织损伤的一组疾病，包括缺血性和出血性卒中。缺血性卒中的发病率占脑卒中总数的

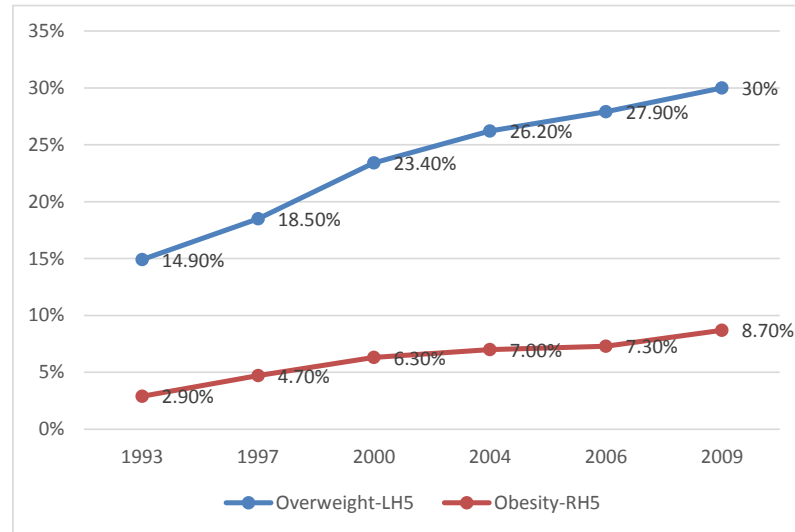
60%~70%。脑卒中具有发病率高、死亡率高和致残率高的特点。随着中国经济的改善,肥胖和老龄化加剧,中风成为死亡主要原因之一。中国现有约 700 万名中风患者,每年死亡人数约 150 万。每年新发的病例约为 200 万,发病率的增速每年达到 8.7%。预计到 2020 年,中国中风患者将达到 2000 万。高速增长的发病率使得中风市场规模增长迅速。2011 年-2016 年中国中风市场规模复合增长率达到 20%。预计到 2020 年中国中风市场规模将达到 690 亿元。

图表11: 中国中风市场规模



资料来源: 公司资料, 中国疾病预防控制中心, 方正证券

图表12: 中国人肥胖趋势



资料来源: NCCD, GSCI Research, 方正证券

2.1.2 恩必普业绩增长迅猛, 市场空间广阔

石药集团创新药重磅产品恩必普是国内第三个自主研发的 1.1 类新药, 全球唯一具有线粒体保护作用的脑微循环重构剂, 拥有专利保护的独家产品, 其主要成份为丁苯酞。主要用于急性缺血性脑卒中的治疗。其软胶囊剂型及注射液剂型分别于 2005 年及 2010 年推出上市。截止 2017 年, 两种剂型均已进入于国家医保目录。

作为创新药里的核心产品, 恩必普销量增速迅猛。2013 年-2016 年注射剂复合增长率达到 61.97%, 胶囊复合增长率达到 26.20%。2016 年销售收入达到 26.48 亿港元, 2017 年注射剂被列入国家医保目录则有利于产品的进一步放量。虽然恩必普作为 20 亿的重磅产品, 但丁苯

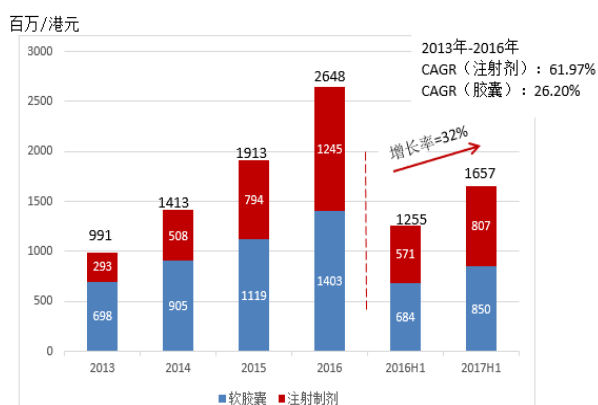
酞在脑用血管用药市场中占有率仅为 11%(2016)。预计该品种在 2023 年专利到期时, 市场规模有望达到 60 亿港元。

图表13: 恩必普简介

药品类别:	国家一类新药	
主要成份:	丁基苯肽	
剂型:	软胶囊及注射制剂	
适应症:	急性缺血性脑卒中 (中风)	
奖项:	2009年-「国家科技进步二等奖」	
	2011年-「中国专利金奖」	
	2014年-「中国工业大奖」	
	恩必普软胶囊	恩必普注射制剂
推出市场年份:	2005	2010
医保:	国家医保目录	国家医保目录

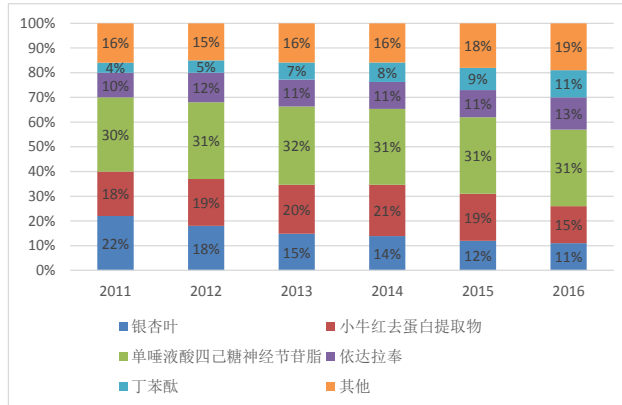
资料来源: 恩必普官网, 方正证券

图表14: 恩必普强劲的销售业绩



资料来源: 公司资料, 方正证券

图表15: 丁苯酞市场占比



资料来源: 公司资料, 方正证券

2.1.3 相比传统治疗手段, 恩必普优势尽显

溶栓治疗是目前中风最重要的恢复血流措施。重组组织型纤溶酶原激活剂(rtPA)和尿激酶是我国目前使用的主要溶栓药, 但时间窗较窄, 为发病后 3-6 个小时。但恩必普突破了溶栓药物 6 个小时的治疗“时间窗”限制。并且产品安全性良好, 与其他常用药物联合使用不增加不良反应发生率, 具有重构微循环、保护线粒体双重作用机制。

图表16: 恩必普优点

恩必普优点	
1	吸收迅速, 起效快
2	分布集中, 更多作用于靶器官
3	作用机制明确持久, 疗效确切, 并且不良反应发生率较低
4	具有全新的双重作用机制-重构微循环, 增加缺血区灌注
5	保护线粒体, 维持能量代谢减少神经细胞凋亡

资料来源: 公司资料, 方正证券

2.1.4 销售渠道下沉，市场认可度增高

2010 年 1 月恩必普获得国家科学技术进步二等奖，2011 年 11 月获得中国专利金奖，2014 年 5 月获得中国工业大奖。恩必普亦在《中国急性缺血性脑卒中诊治指南 2014》被列为推荐药品之一。2017 年恩必普列入《中国缺血性脑卒中急性期诊疗指导规范》及《缺血性卒中脑侧支循环评估与干预中国指南 (2017)》。肯定了恩必普在治疗急性缺血性脑卒中的临床效果，并为恩必普的学术推广活动提供了有力的依据。

集团在现有优势的基础上，不断开拓进取，锐意创新，发挥自身优势，深耕脑卒中市场。目前脑卒中触笔产品左旋丁苯酞片/注射液已完成一期临床试验，预期 2021 年可以上市。

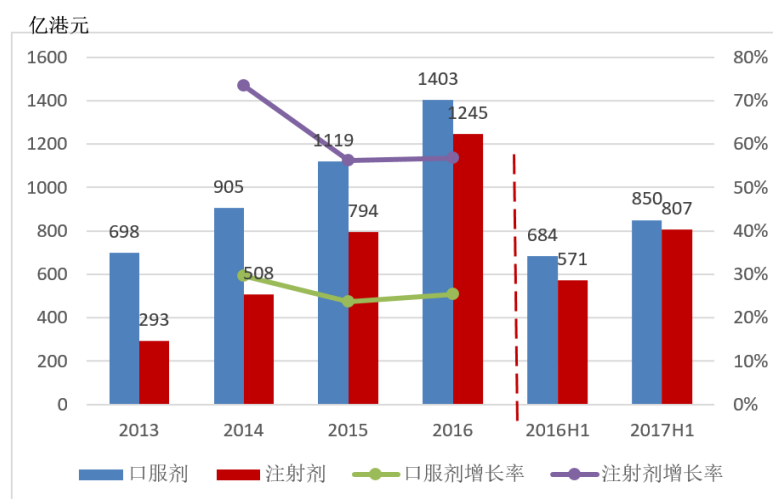
图表17： 脑卒中储备产品

药品名称	类型	适应症	状态	预计上市	竞争对手
左旋丁苯酞片/注射液	化药1.3类	急性脑卒中	临床一期结束	2021	无
丁苯酞软胶囊	化药1.6类	用于缺血性脑卒中引起的血管性痴呆	临床试验申请获得批准	2022	无

资料来源：公司资料，方正证券

销售方面，恩必普胶囊已经覆盖 1300 多家医院，恩必普注射液仅覆盖 400 多家医院。恩必普在渠道下沉方面进展顺利，在北京、上海、石家庄、天津、杭州等下沉到社区，未来在分级诊疗的用药趋势下，可以拓展的空白市场广阔。注射剂由七个省份医保变为新版国家医保（乙类）有利于市场进一步放量。

图表18： 恩必普口服剂和注射剂销售收入对比



资料来源：公司公告，方正证券

2.2 欧来宁

2.2.1 阿尔茨海默病

阿尔茨海默病(Alzheimer's Disease, AD)又称老年痴呆病。是一种进行

性发展的神经系统退行性疾病。临床上以记忆障碍、失语、失用、失认、视空感觉损害、执行功能障碍，以及人格和行为改变等全面性痴呆表现为特征，病因迄今未明。

阿尔茨海默氏症是最常见形式的老年痴呆症。对于 65 岁以上的老人而言，患者较同龄非阿尔茨海默氏症患者死亡率高 2-4 倍。而中国的老龄化加剧和人口基数庞大，使得中国目前 AD 患者人数位列世界第一。

图表19： 65 岁以上老年人人口



资料来源：NCCD, GSCI Research, 方正证券

2.2.2 AD 就诊率低，患病人数激增

据 2015 年数据，全球痴呆患者人数已达 4680 万人，其中 50%~75% 为 AD 患者。至 2030 年可达 7600 万，2050 年达 1.35 亿。全球每年新增病例 990 万，每 4 秒钟就会新增一例 AD 患者。截止 2015 年我国阿尔茨海默氏症患者人数超过 950 万人，到 2050 年将达到 3000 万，且仍在快速增长。

知晓率低使得未来市场容量有进一步扩容的空间。虽然老年痴呆严重威胁老人健康，但我国老年痴呆病存在就诊率低，诊断率低，治疗率低的特点。人们对老年痴呆的认知也存在误区。1) 老年痴呆是老糊涂，并不需要治疗。2) 老年痴呆不会致命，只是记性差点。3) 老年痴呆不会致命，只是记性差点。4) 老年痴呆不能早发现。

2.2.3 欧来宁市场大

欧来宁（奥拉西坦）为公司第二大创新药产品。软胶囊形式于 2003 年推出，2010 年推出了国内独家配方冻干粉针剂。其主要成分为奥拉西坦。用于轻中度血管性痴呆、老人性痴呆及脑外伤等症引致的神经功能缺失、记忆与智能障碍的治疗。冻干粉针为国内独家剂型，具有稳定性好，溶解性好，纯度高的特点。2016 年上半年的营业收入为 5.31 亿港元，占创新药总收入的 23.40%。

奥拉西坦是小分子物质，为吡拉西坦的类似物。奥拉西坦在改善记忆、思维和学习能力等方面优于吡拉西坦，且药物安全性高。能够穿透血脑屏障，具有多重作用机制，参与大脑复杂的生理过程，达到改善患

者的记忆思维能力的目的。

目前国际市场上的 AD 治疗药物主要是美金刚、卡巴拉汀、多奈哌齐和奥拉西坦，其中奥拉西坦 80% 的销售额是由中国市场贡献的。

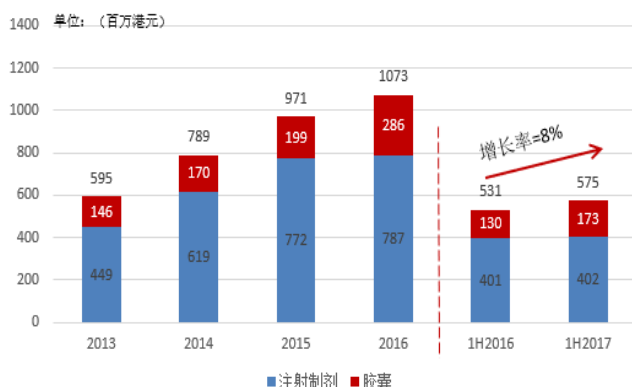
图表20： 奥拉西坦和吡拉西坦对比

奥拉西坦和吡拉西坦对比		
品名	奥拉西坦	吡拉西坦
成分	吡拉西坦类似物，化学名称为4-羟基-2-氧代-1-吡咯烷 乙酰胺	α-氨基酸的环化衍生物
作用	用于治疗各种因素如脑梗死、外伤、低氧等疾病变引起的学习记忆衰退、老年精神衰退综合征、儿童智障等。	具有抗物理因素、化学因素所致的脑功能损害，改善学习、记忆和回忆能力。可以改善由缺氧造成的逆行性遗忘。
方式	通过谷氨酸盐受体、蛋白激酶C(PKC)、胆碱能神经元和促脑代谢作用于中枢神经系统。	通过影响胆碱能神经原兴奋传递，促进乙酰胆碱合成。
治疗器质性脑综合征总有效率（21天）	78.90%	62.50%
MMSE（21天）	4.6	2.9
Blessed-Roth（21天）	-1.5	-3
GCS（21天）	4.8	4.2
NDS（21天）	-3	-2
结论	奥拉西坦在改善记忆、思维和学习能力等方面优于吡拉西坦，且药物安全性高。	
注： MME主要评价患者计算力、记忆力，时间、地点定向力及视空间功能与运用能力等。 Blessed-Roth为行为量表，主要评价患者的生活能力和日常习惯。 GCS指的是格拉斯哥昏迷指数的评估，其中有睁眼反应、语言反应和肢体运动三个方面。其三个方面的分数加总即为昏迷指数，昏迷程度越重者的昏迷指数越低分。 NDS是神经功能缺损评分，患者神经功能缺损越严重分数越高。		

资料来源：公司资料，方正证券

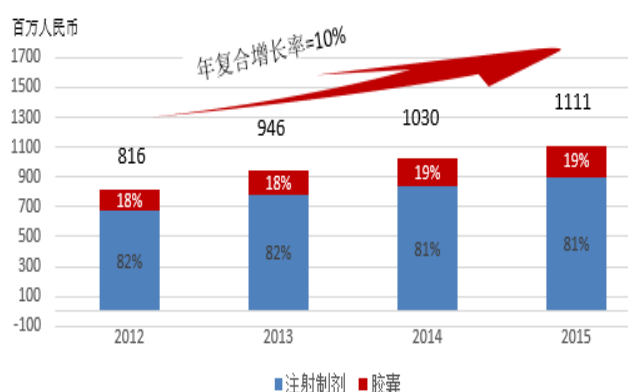
欧来宁（奥拉西坦）自上市以来销售增长迅猛，从 2013 年-2016 年复合增长率达到 21.72%。2016 年销售收入达到 10.73 亿港元。中国奥拉西坦市场规模 2012 年-2016 年市场增长率为 10%，2016 年达到 11.92 亿人民币。目前欧来宁胶囊进入 12 个省份的医保目录，注射剂进入 21 个省份的医保目录。国内奥拉西坦市场主要由石药集团、哈尔滨三联药业和广东世信药业占据，2011-2015 年，奥拉西坦市场格局发生巨变，石药集团后来居上，市场占有率排名第一位。

图表21： 欧来宁销售收入



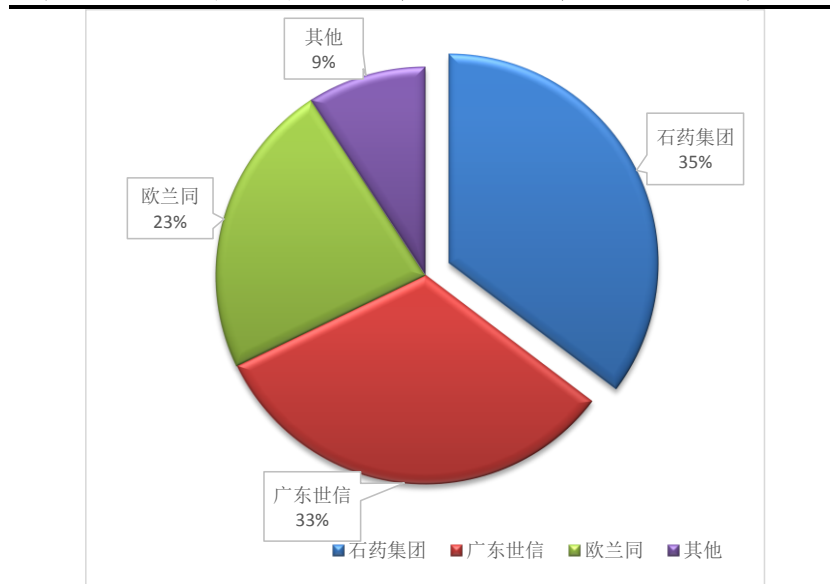
资料来源：公司资料，方正证券

图表22： 中国奥拉西坦市场规模



资料来源：公司资料，方正证券

图表23: 石药集团在奥拉西坦市场占据领先市场份额(2015年数据)



资料来源: PDB, 方正证券

2.3 玄宁

2.3.1 患病人数多, 市场空间大

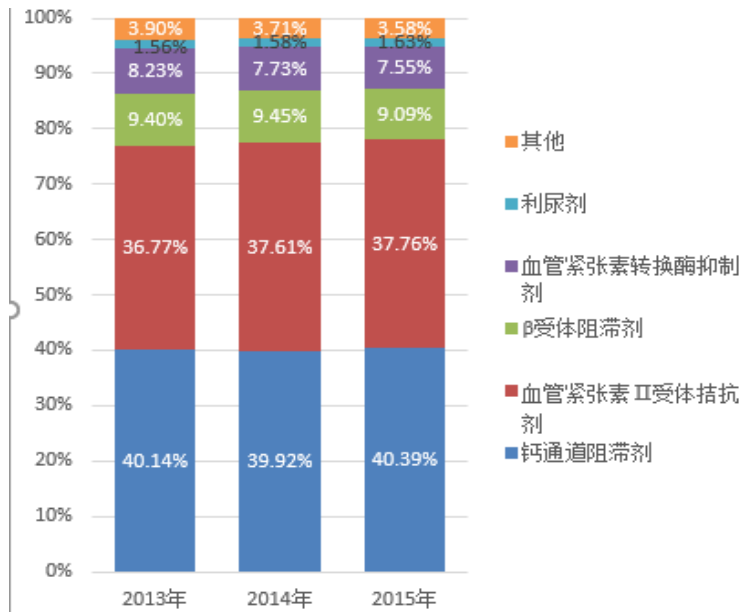
高血压作为心脑血管病最重要的危险因素, 其主要并发症如卒中、心肌梗死、心力衰竭及慢性肾脏病等。已成为我国患病率最高、致残率最高和疾病负担重的慢性疾病。

我国成人高血压患病率已由 1959 年的 5.11% 上升至 2002 年的 17.65%。2016 年国家卫生计生委发布的数据显示, 18 岁及以上成人高血压患病率为 25.2%。全国每年因血压升高所致的过早死亡人数高达 200 余万, 每年直接医疗费用达 366 亿元。

2.3.2 左旋氨氯地平市场大

玄宁(马来酸左旋氨氯地平片), 属于第三代钙通道阻滞剂(CCB)。主要用于治疗高血压和高血压引起的心绞痛。该产品于 2004 年上市, 目前已进入全国医保目录。2013 年—2015 年钙通道阻滞剂(CCB)在公立医院高血压用药化药占比稳定, 钙通道阻滞剂(CCB)成为抗高血压药主要亚类。

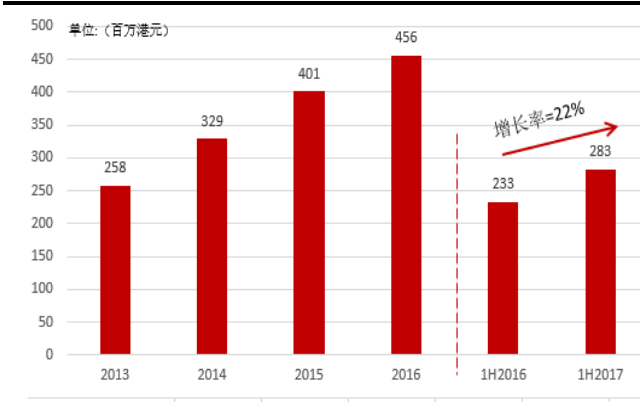
图表24： 2013年-2015年公立医疗机构抗高血压用药化学药各亚类



资料来源：PDB，方正证券

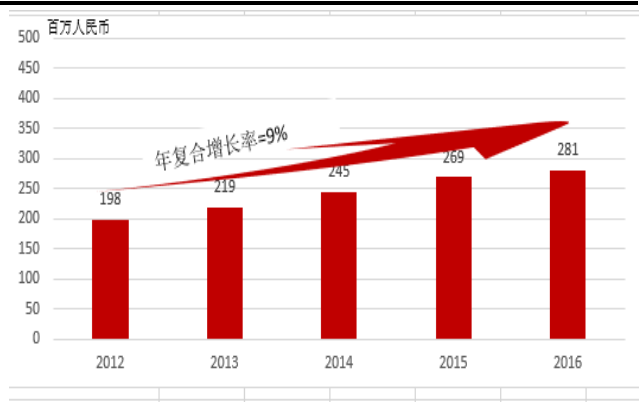
中国左旋氨氯地平复合增长率 2012 年-2016 年复合增长率达到 9%，2016 年中国左旋氨氯地平市场规模达到 2.81 亿人民币。玄宁销售收入复合增长率 20.91%。2016 年销售达到 4.56 亿港元。

图表25： 玄宁销售收入



资料来源：公司资料，方正证券

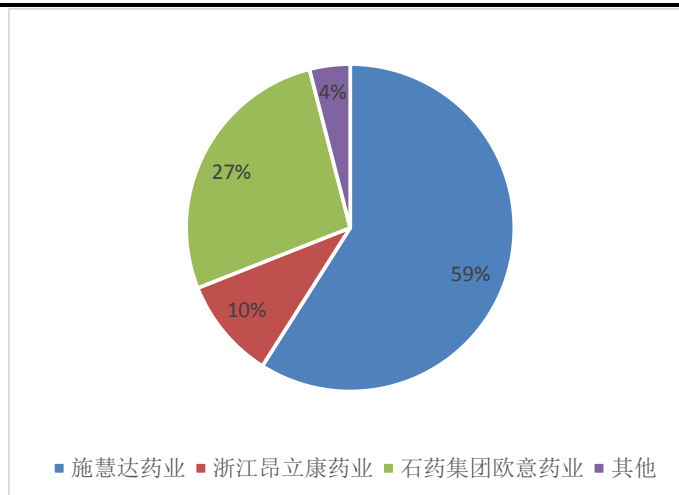
图表26： 中国左旋氨氯地平市场规模



资料来源：公司资料，方正证券

左旋氨氯地平市场竞争格局主要是施慧达药业、石药集团和浙江昂立康制药。2015 年施慧达药业市场份额位居第一，2015 年时约为 59%；公司的玄宁位于市场第二位，2015 年市场份额约为 27%。

图表27： 2015 年左旋氨氯地市场竞争格局



资料来源：公司资料，方正证券

2.3.3 销售渠道下沉，集成终端占比上升

2015 年国家开展分级诊疗试点工作，推进药物销售渠道下沉。根据国家卫生部统计，截止 2015 年底三级/二级/一级医院分别有 2123/7494/8757 家。玄宁日均成本仅 2-4 元，适合基层用药。虽然目前城市公立医院占比仍是主要份额，但随着销售渠道的下沉，玄宁销售业绩有望逐年上升。

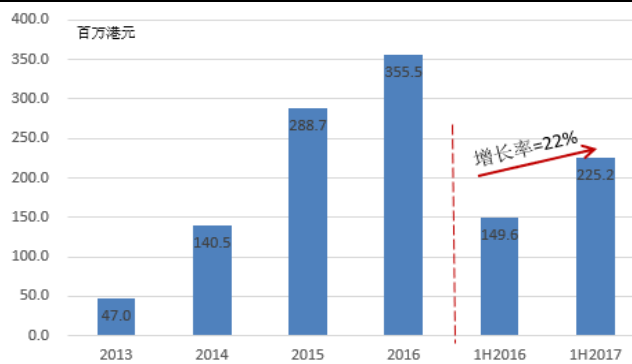
抗肿瘤药物

生存环境恶化，缺乏健康的生活习惯等因素使得中国每年新发癌症病例约 350 万，且有逐年上升的趋势。石药集团紧跟市场需要，打造公司抗肿瘤组合即多美素（盐酸多柔比星脂质体注射液）、津优力（聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子注射液）、艾利能（榄香烯注射液）和诺利宁（甲磺酸伊马替尼片）。成为石药集团新的增长点。2016 年上半年占创新药比例达到 11%。

2.4 多美素

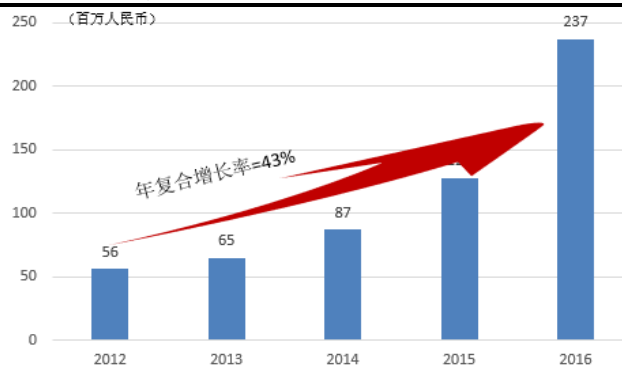
多美素（盐酸多柔比星脂质体注射液）为一线的化疗药物，目前已被《美国国家综合癌症网络 (NCCN) 指南》推荐用于治疗淋巴瘤、多发性骨髓瘤、卵巢癌及乳腺癌等多种癌症。产品用专利的纳米挤出技术，可使得脂质体粒径更均一，有效保证脂质体药物的靶向富集作用。经历 8 年研发历程，于 2011 年 9 月取得生产批文，2012 年上市。多美素销售业绩 2013 年-2016 年复合增长率达到 96.3%、2016 年销售收入达到 3.55 亿港元。增长势头强劲。中国脂质体制剂市场 2012 年-2016 年复合增长率 43%。2016 年市场规模达到 2.37 亿人民币。

图表28: 多美素销售业绩



资料来源: 公司资料, 方正证券

图表29: 中国多柔比星脂质体制剂市场规模



资料来源: 公司资料, 方正证券

传统治愈肿瘤药物主要的蒽环类药物。但因为对心脏累积性且不可逆的因素, 一直限制其临床应用。而新型蒽环类药物-聚乙二醇脂质体阿霉素, 是蒽环类药物的替代。可以明显降低传瘤蒽环类药物心脏毒性, 骨髓抑制, 脱发等副反应。

图表30: 多美素对比传统阿霉素的临床优势

多美素对比传统阿霉素的临床优势	
1	多美素不受终身累计剂量限制, 累计剂量超过2000mg/m ² 。
2	多美素不容易进入心脏组织, 产生的心脏毒性远低于传统蒽环类药物。传统蒽环类抗癌药物所产生的心脏毒性限制其应用。
3	多美素发生不良反应如骨髓抑制、脱发、恶心呕吐的概率低。
4	评价脂质体的重要指标是粒径大小, 多美素的先进制备技术使其粒径均一适中。可以改善药物在体内的组织分布, 有助于药物向肿瘤组织靶向富集。
5	多美素热原控制严格, 降低热原引起的不良反应。
6	多美素效期与质量长, 保质期可达36个月。

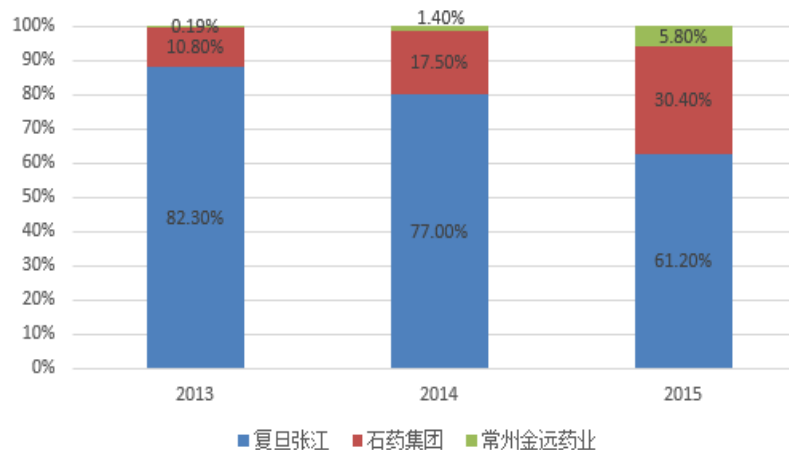
资料来源: 公司资料, 方正证券

多柔比星脂质体的主要生产商为复旦张江、石药集团和常州金远药业。与竞品相比, 差异化优势体现为四点:

- 1) 新进工艺确保最佳粒径, 实现靶向缓释。多美素最先进的滤膜挤出设备技术, 粒径更均一, 平均粒径为 90nm, 最大粒径不大于 190nm。
- 2) 热原控制最严格, 降低热原引起的不良反应。多美素的热原控制标准为 2.8ml/kg, 而其他国产品牌只有 0.85ml/kg。多美素临床应用更安全。
- 3) 效期与质量。多美素效期最长。为 36 个月。其他同类产品只有 24 个月。多美素为单一残留溶剂。
- 4) 进口原材料。磷脂与 PEG 由德国进口。

由于复旦张江上市时间最早, 目前市场份额占比最高。但石药集团近年市场份额扩张迅速。截止 2016 年上半年, 公司抗肿瘤药中销售省份最多, 但也仅在约 10 个省销售, 销售网络还有很大增长空间。未来随着更多省份招标的落地, 多美素仍将加速增长, 预计 2017、2018 年增速达到约 35%-40%。我们认为肿瘤药业务增长有望提速。

图表31： 石药集团市场份额提升迅速

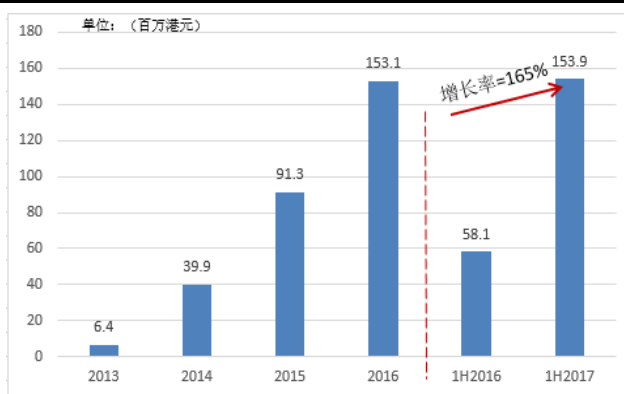


资料来源：公司资料，方正证券

2.5 津优力

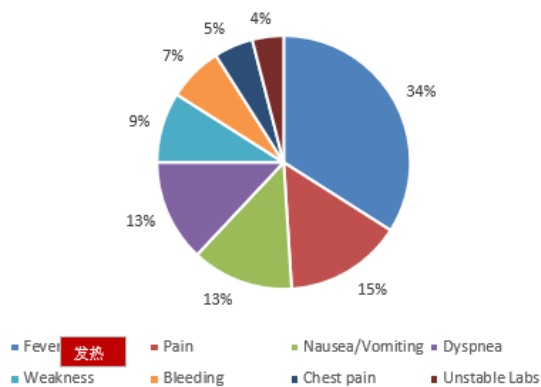
津优力（聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液）是中国首个自主研发的长效升白药物，能减少正在接受化疗的患者因白血球数量偏低而受感染的机会，确保标准化疗剂量得以实施。2017 年获得国家专利金奖，进入新版医保目录，竞争优势大为提高，提供了新的增长动力。津优力 2012 年进入市场以来，销量增长强劲。2013-2016 年复合增长率达到 188.14%。2016 年销售收入 1.53 亿港元。2017 上半年销售收入就达到 1.53 亿港元，增长势头强劲。

图表32： 津优力销售收入



资料来源：公司资料，方正证券

图表33： 中性粒细胞减少性发热成为最大杀手



资料来源：公司资料，方正证券

中性粒细胞减少性发热是是肿瘤化疗最常见、最严重的一种并发症。短期内会增加感染的风险，增加住院费用。长期会延迟或减少化疗剂量，使得疗效降低。粒细胞集落刺激因子（G-CSF）是 1991 年美国安进研制上市的生物制品，该药临床上主要用于放化疗后导致的粒细胞减少症。

rhG-CSF 可特异性地刺激粒系祖细胞向中性粒细胞增殖分化，并维持其功能和存活，其疗效确定、安全性好。但是，它的缺陷是半衰期短，易被酶水解和肾脏清除。需每日注射才能维持有效的血药浓度，导致患者治疗费用高、依从性差。

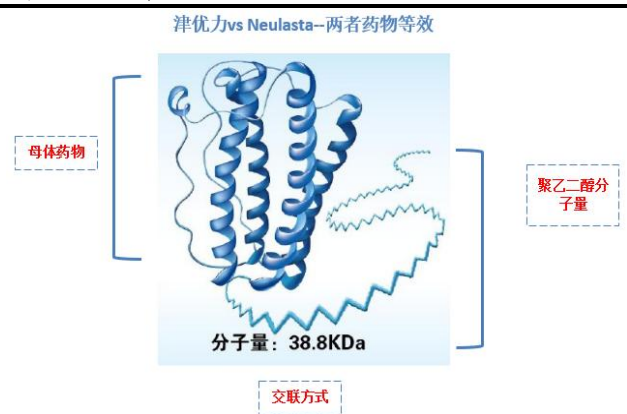
历经十年研发，石药集团国家一类新药-（聚乙二醇化重组人粒细胞刺

激因子注射液) PEG-G-CSF 上市。属于中国首家长效重组人粒细胞集落刺激因子注射液。

津优力与美国安进公司的聚乙二醇化非格司亭(Neulasta)两者药物等效。具有四大特点:

- 1) 按需动员, 骨髓保护。
- 2) 不仅仅是结构的创新。津优力与 G-CSF 诱导关键调控基因的表达不同。动员的造血干细胞和分化细胞也不完全相同。
- 3) 津优力疗效更优越-能够降低中性粒细胞减少性发热发生率达 71%。降低住院率达 69%。
- 4) 津优力一次注射。持续保护患者。PEG-rhG-CSF 一次给药相当于 rhG-CSF 多次给药。G-CSF 经 PEG 修饰后的产品。其血浆半衰期延长(达 47 小时)、免疫原性降低、生物利用度提高、稳定性增强、安全性更高。

图表34: 津优力 vs Neulasta



资料来源: 公司资料, 方正证券

图表35: 津优力优点

津优力优点	
特点一	津优力具有“按需动员, 骨髓保护”作用
特点二	创新--不仅仅是结构的变化 •津优力与G-CSF, 诱导关键调控基因的表达不同 •动员的造血干细胞和分化细胞也不完全相同 •津优力能动员出更多的粒系祖细胞
特点三	津优力疗效更优越 •降低FN发生率达71% •降低住院率达69% •津优力比短效G-CSF的ANC恢复更快
特点四	一次注射 持续保护患者 •PEG-rhG-CSF一次给药相当于rhG-CSF多次给药

资料来源: 津优力 III 期临床试验总结报告, 方正证券

图表36: 聚乙二醇化修饰意义

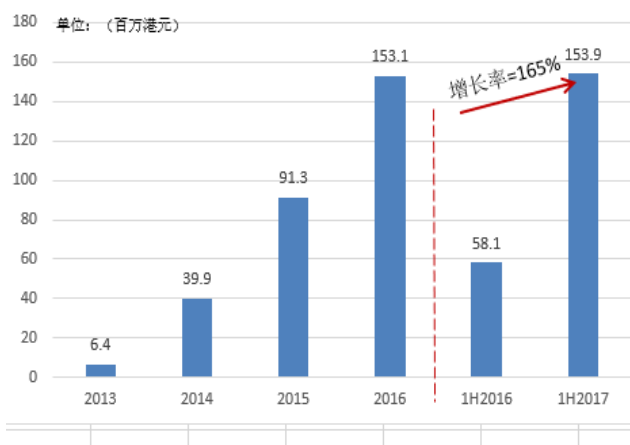
	普通脂质体多柔比星	聚乙二醇化脂质体 (多美素)
结构特点	常规脂质体 平均粒径 180nm	聚乙二醇表面修饰的脂质体 平均粒径 100nm
药代特点	被网状内皮系统摄取 血浆半衰期短 在血液循环中稳定性差 不具有肿瘤组织靶向性	不被网状内皮系统摄取 血浆半衰期长: >55 小时 在血液循环中稳定性高, 将近 98%以脂质体包裹形式存在 具有肿瘤组织靶向性

资料来源: 公司资料, 方正证券

近年来, 我国聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子市场规模从 2012 年 20 万人民币增值至 2016 年 1.1 亿人民币。复合增长率达到 384%。而目前中国市场主要是齐鲁药业, 石药集团。津优力性对于广阔的市场规模占比仅为 2%。

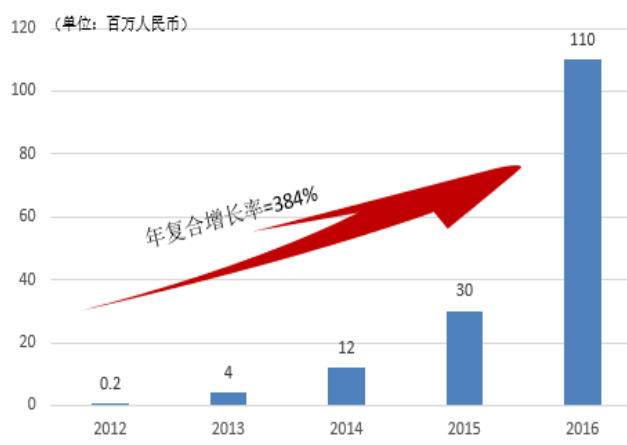
津优力在 2012 年上市后销售迅速扩张。但受制于招标进度, 市场未能完全打开。随着 2017 年进入国家医保目录, 看好未来销售业绩。

图表37: 津优力销售收入



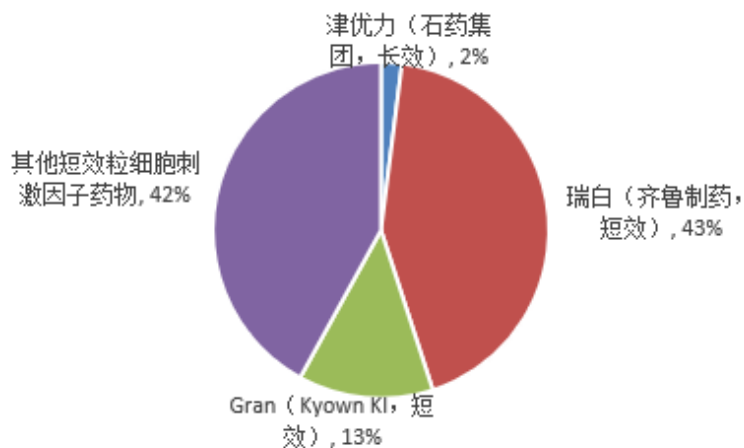
资料来源: 公司资料, 方正证券

图表38: 中国聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子市场规模



资料来源: 公司资料, 方正证券

图表39: 国内市场 rhG-CSF 药物市场份额



资料来源: 公司资料, 方正证券

2.6 艾利能

艾利能 (榄香烯注射液) 主要用于治疗神经胶质瘤、脑转移瘤及癌性胸腹水。与放化疗联合可以增强疗效, 降低放化疗的毒副作用; 产品的水针剂型为全新的升级剂型, 并获得国家专利, 相比传统的乳剂, 水针剂型的榄香烯纯度及含量都有了较大提升。属于国家医保产品。榄香烯是从姜科植物温莪术中提取的萜烯类化合物, 主要具有抗癌活性的是 β -榄香烯。榄香烯的生物学活性为降低肿瘤细胞有丝分裂能力, 诱发肿瘤细胞凋亡, 抑制肿瘤细胞的生长。

艾利能水针剂与传统乳剂相比, 优势表现为:

- 1) 载药量更高。
- 2) 副作用发生率低。
- 3) 血管刺激性小, 静脉炎发生率低等等。

艾利能具有 4 大特点:

- 1) 迅速透过血脑屏障。
- 2) 直接杀灭肿瘤细胞。
- 3) 增效-显著提高放化疗的敏感性。
- 4) 减毒-优越的安全性。

图表40： 榄香烯和其他抗肿瘤植物药比较

榄香烯和其他抗肿瘤植物药比较				
名称	紫杉醇类	羟基喜树碱类	长春瑞滨	榄香烯
来源	短叶紫杉或红豆杉	喜树茎	长春花	莪术（郁金）
分子式	C ₄₇ H ₅₁ N ₀₁₄	C ₂₀ H ₁₆ N ₂₀₅	C ₄₅ H ₅₄ N _{408.2} C _{4H606}	C ₁₅ H ₂₄
分子量	853.9	364.37	1079.12	204.35
奖项	仿制药	仿制药	仿制药	中国原研发明专利药，国家“七五”、“八五”、“九五”、“十五”攻关项目

资料来源：公司资料，方正证券

图表41： 水针剂优势

全新的升级剂型			
序号	水针剂	乳剂	优势对比
有效含量	92%以上	85%	载药量更高
规格	10ml：200mg	20ml：100mg	
杂质	8%以下	15%	
粒径	小于100纳米	大于100纳米	副反应发生率低 血管刺激性小 静脉炎发生率低
适应症	神经胶质瘤、脑转移瘤 联合放化疗 癌性胸腹水	联合放化疗 癌性胸腹水	适应症的突破
卓越的工艺			
	水针剂	乳剂	优势对比
原料药制备工艺	二次精馏提取方法	传统提取方法	质量含量少 成分稳定 含量均一
注射液制备工艺	德国进口 Cremophor EL（蓖麻油）	大豆磷脂	提高了药物稳定性
质量检测方法	质量标准 YBH03322011	质量标准WS-（X-095）-2000Z	更加安全、有效
质量检测更安全			
	水针剂	乳剂	优势对比
鉴别	气相色谱法	薄层色谱法	更加灵敏、准确
含量	标示量的 90.0%~110.0%	标示量的 80.0%~110.0%	提高了榄香烯的有效含量
含量测定方法	毛细管色谱柱（气相色谱）	填充柱（气相色谱）	提高了检验结果的准确性
有关物质检查	有	无	提高了药品的安全性

资料来源：公司资料，方正证券

2.7 诺利宁

诺利宁（甲磺酸伊马替尼片）于 2015 年上市，是集团首个获得批准的小分子靶向抗癌药，主要用于治疗费城染色体阳性的慢性髓性白血病及费城染色体阳性的急性淋巴细胞白血病，为上述病症的一线用药。根据新版国家医保目录，产品（甲磺酸伊马替尼片）现已成为可报销的药品。

替尼类小分子靶向药物是抗肿瘤临床用药中重要一族，2016 年，已有 12 个替尼类小分子靶向药物进入公立医院，重点城市公立医院用药金额为 14.82 亿元，同比上一年增长 6.58%。目前，已有 8 个替尼类抗

肿瘤药物进入医保目录，在国内重点城市公立医院替尼类用药金额中占据 85.59%，达到 12.69 亿元。保守预测，2018 年国内抗肿瘤替尼类市场将突破 100 亿元规模。

HDM 系统数据显示，2016 年我国重点城市公立医院伊马替尼市场为 4.27 亿元，同比上一年增长 6.16%。其中，石药欧意的诺利宁占比仅 0.19%。预测 2017 年国内伊马替尼用药将超过 20 亿元市场规模。

产品自上市以来，集团持续加强诺利宁的学术推广和队伍建设。为解决多个省份未有中标的问题，集团采用院外和网络推广联合的经营模式。

相对于伊马替尼广大的市场，诺利宁市场规模有提升的空间。并且随着诺利宁进入医保，我们看好未来销售业绩。

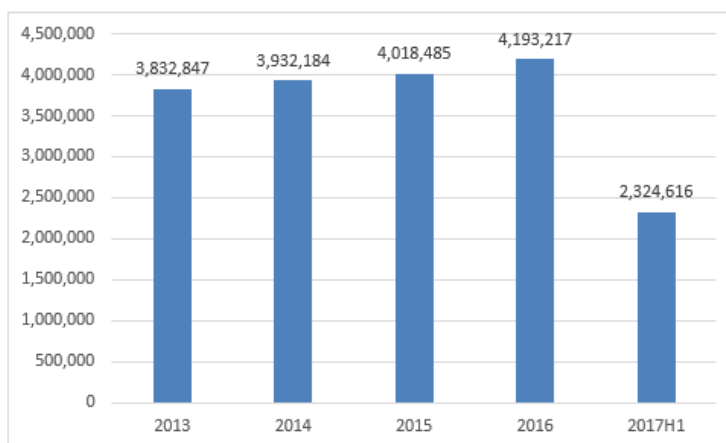
3 普药

普药销售收入稳定，约占集团销售收入的三分之一。集团加快仿制药的一致性测评工作，积极拓展销售渠道，精耕基层医药市场。

2017 年上半年集团原有的中药软胶囊产品系列（清热解毒软胶囊、感冒清热软胶囊、银黄软胶囊、香砂养胃软胶囊、藿香祛暑软胶囊）于上半年依然取得良好的增长。2017 年上半年业绩保持平稳增长，实现销售收入 23.25 亿港元，同比增长 10.1%。

图表42： 普药销售收入

单位：千港元

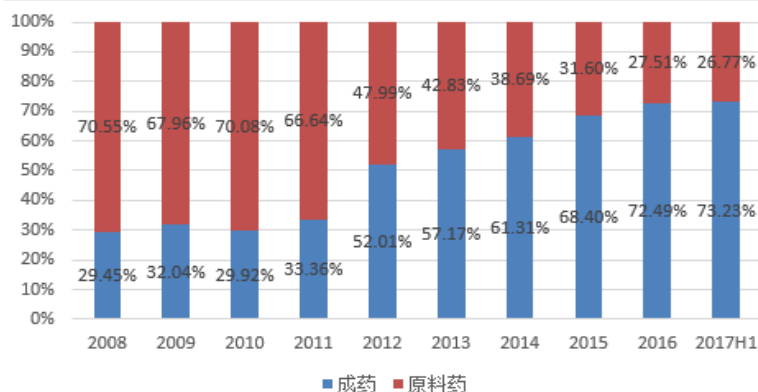


资料来源：公司资料，方正证券

4 原料药

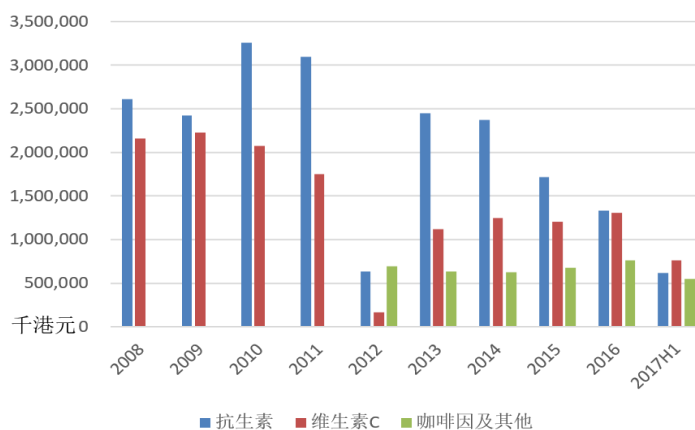
公司未重组之前主要以原料药为主，但随着国家对环保监管的逐渐收紧，市场需求与产能出现矛盾，企业积极寻求转型和结构调整。2012 年公司进行重组后，逐渐从原料药制造商转变为创新药的医药行业龙头。原料药和成药的比重从原来的 7:3 逐渐转变为 3:7。

图表43: 原料药与成药占比变化



资料来源: 公司资料, 方正证券

图表44: 原料药与成药占比变化

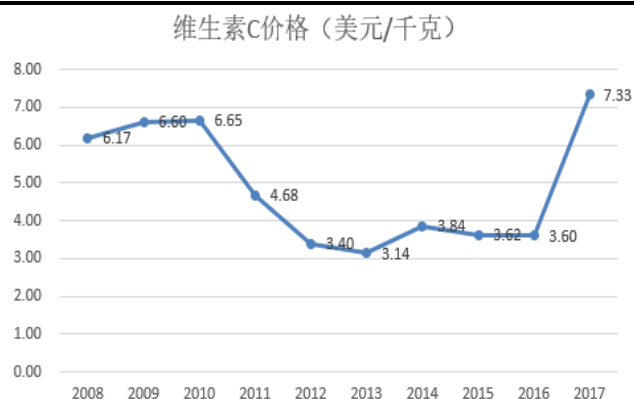


资料来源: 公司资料, 方正证券

4.1 维生素 C

集团主要子公司维生药业, 是全球最大的维生素 C 生产基地。由于 2012 年之前维生素 C 价格居高, 引得国内多家企业进入行业。造成产能与供需不平衡。产能过剩与激烈的竞争环境, 集团 2012 年维生素 C 开始出现亏损, 直到 2016 年才实现扭亏为盈。一方面是公司积极调整营销策略, 拓展客户群。扩大销售规模。另一方面, 由于环保限令, 使得产能进一步下降, 维生素 C 价格出现上涨。

图表45: 维生素 C 出口价格



资料来源: 公司资料, 方正证券

图表46: 维生素 C 销售情况



资料来源: 公司资料, 方正证券

4.2 抗生素

抗生素属于石药集团的传统业务。在 2012 年之前保持平稳增长。2012 年国家发布限抗令，许多抗生素被列入限制用药和特殊用药范围，市场拓展受到局限。产销量缩水。公司抗生素业务市场表现大幅下滑。2012 年出现亏损。公司通过合理配置抗生素资源，节能降耗，剥离低端产能，提升技术。使得抗生素板块销售逐渐回暖。

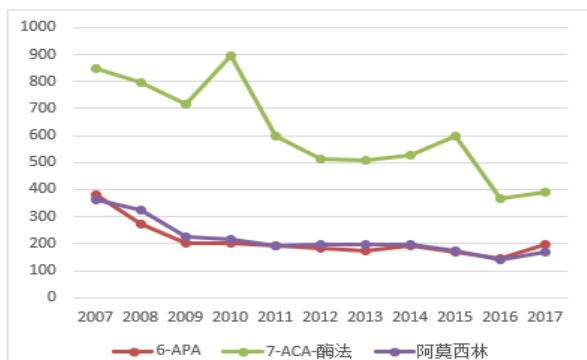
图表47： 2008 年-2017 年抗生素收入



资料来源：公司资料，方正证券

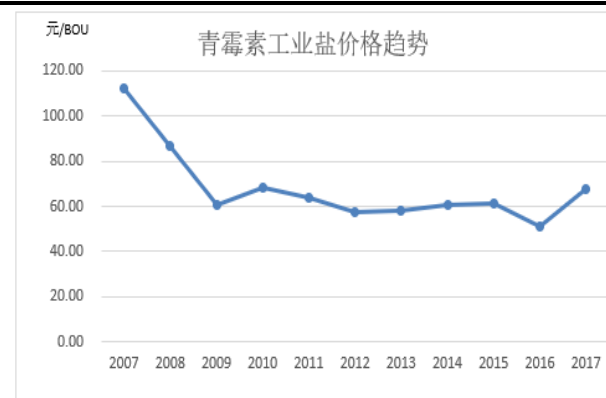
图表48： 公司抗生素主要产品价格趋势-6-APA、7-ACA-酶法、阿莫西林

单位：元/KG



资料来源：公司资料，方正证券

图表49： 青霉素工业盐价格

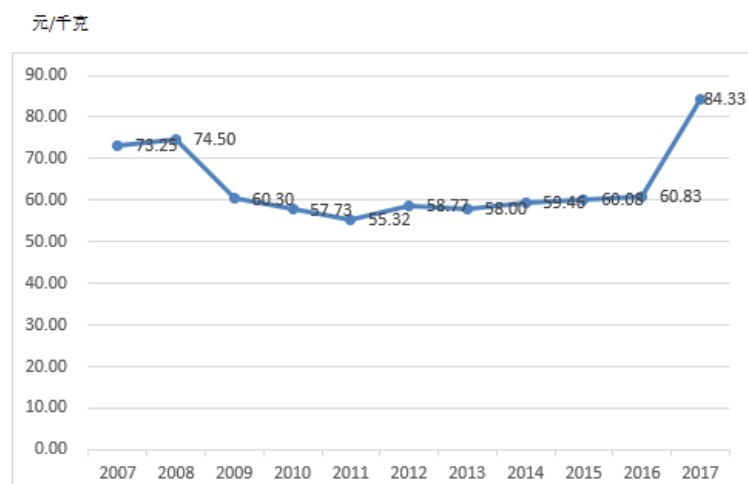


资料来源：公司资料，方正证券

4.3 咖啡因

新诺威是全球最大的咖啡因生产基地。与可口可乐、百事可乐、红牛是长期战略合作伙伴；新诺威咖啡因约占全球 40% 市场份额。2016 年，该板块收入为 7.6 亿元。2017 年石药集团拟分拆新诺威上市。公司拟在深交所创业板公开发行不超过 5000 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%，预期有关业务分拆后，石药集团的持股比例将会降至 75%，石药集团新诺威将继续成为石药集团的间接附属公司。使得集团旗下功能食品板块和药品板块比肩。拓宽产业链布局，协调资源优势。

图表50: 咖啡因价格



资料来源: 公司资料, 方正证券

5 研发储备丰富-创新药在研主力产品

创新药在研管线中, 可能上市并且比较核心药品主要有 3 个: 复方左旋氨氯地平阿托伐他汀钙片、rE4、注射用匹诺塞林。

图表51: 部分创新药研发管线一览

部分创新药研发管线一览:

创新药	药品名称	类型	适用症	当前状态	预计上市
1	复方左旋氨氯地平阿托伐他汀钙片	化药类1.1类	高血压、高血脂	临床三期	2018
2	注射用重组胰高血糖素样肽-1 (GLP-1)	生物药1类	高血糖	临床二期完成	2019
3	注射用匹诺塞林	化药1.1类	急性脑卒中	临床二期完成	2020
4	黄芩素片	中药1类	病毒性感冒	临床2/3期申报	2020
5	DBPR108	化药1.1类	高血糖	临床一期	2020
6	左旋丁苯肽片/注射	化药1.3类	急性脑卒中	临床一期结束	2021
7	丁苯酞软胶囊	化药1.6类	血管性痴呆	临床试验获准	2022
8	SKLB1028	化药1.1类	肿瘤	临床一期	2022

资料来源: 公司资料, 方正证券

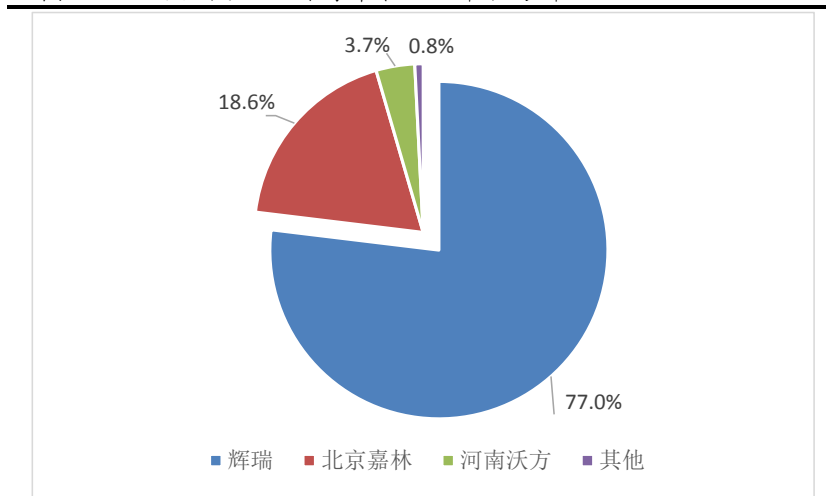
5.1 复方左旋氨氯地平阿托伐他汀钙片

复方左旋氨氯地平阿托伐他汀钙片, 化药 1.1 类创新药, 目前正处于临床三期, 预计 2018 年获批。此药属于降压降脂复合制剂。HDM 系统数据显示, 2015 年国内高血压治疗市场规模 250 亿元, 同比增长 11.7%。其中, 复方降压制剂增长迅速, 市场规模达到 50 亿元。数据显示, 2015 年国内重点城市公立医院固定剂量的复方抗高血压制剂市场为 7.52 亿元, 同比增长 16.7%。

阿托伐他汀在降血脂市场长期处于绝对优势地位。2015 年, 中国阿托伐他汀总体市场规模 83 亿元, 同比增长 8%。在样本医院中, 阿托伐他汀一直是增长迅速的品种。辉瑞“立普妥”以 77.2% 的市场份额占据绝对优势地位, 北京嘉林首仿药“阿乐”占据 18.63%, 居次位。氨

氯地平阿托伐他汀市场前景广阔已成为共识。

图表52：阿托伐他汀国内样本医院市占分布



资料来源：公司资料，方正证券

5.2 注射用重组胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 受体激动剂 (rE4)

注射用重组胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 受体激动剂 (rE4) rE4 属于 GLP-1 类似物，生物 1 类创新药，目前临床二期完成，预计 2019 年获批，主要用于糖尿病降低血糖。可对标药物诺和诺德的诺和力（利拉鲁肽），2009 年上市，2015 年全球销售额 20.7 亿美元，同比仍保持 18% 的增速在增长。

5.3 注射用匹诺塞林

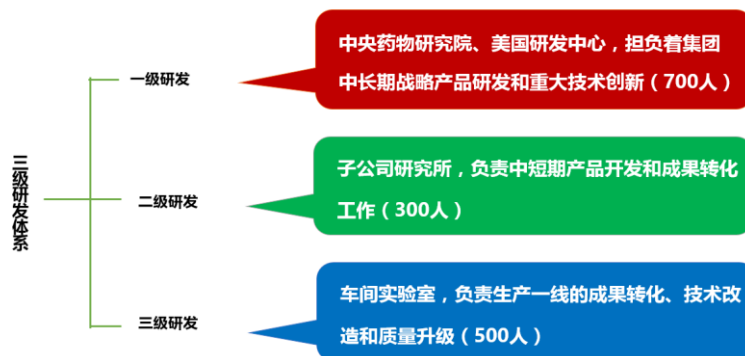
注射用匹诺塞林，化药 1.1 类创新药，目前正处于临床二期，预计 2020 年获批，主要用于急性脑卒中的治疗。可对标药物脑苷肌肽注射液、丁苯酞、依达拉奉等，属于 10 亿级重磅品种。

6 研发与创新，石药成长的源动力

6.1 研发体系

石药集团从产品立项到药品注册，从药品的开发，生产，到药品的销售，物流，集团都有自己的专业团队。研发方面形成一个开放式的研发体系。构建一个“两国三级六联盟十二联合实验室”的体系。创新体系在 2016 年获得国家科技进步二等奖。集团内部建设三级的研发体系，外部开展产研（联盟）合作。

图表53: 三级研发体系



资料来源: 公司资料, 方正证券

在三级的研发体系基础上, 公司还建设了 8 个关键技术平台, 其中脂质体靶向技术、蛋白质定点修饰技术达到了国际领先水平, 部分成果已经实现欧美市场的转让。

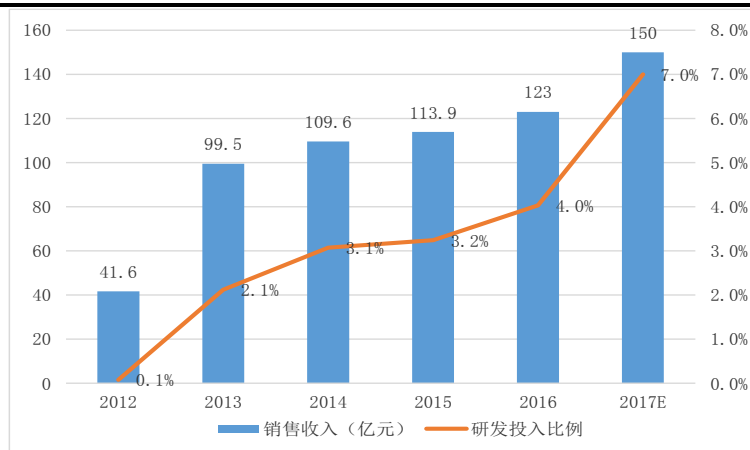
图表54: 8 个关键技术平台



资料来源: 公司资料, 方正证券

公司每年将新产品销售收入的 8% 以上投入到研发的项目上面, 并且建设有 6 个产学研联盟, 12 个联合实验室。跟国内外顶尖专业院校进行合作, 拓展产品线。

图表55: 销售收入和研发投入比例趋势图



资料来源: wind, 方正证券

图表56： 石药集团研发体系建设—产学研联盟

石药集团研发体系建设—产学研联盟
中国抗生素产业技术创新战略联盟
石药集团创新药物研制产学研联盟
中国药用辅料与制剂产业技术创新战略联盟
中国药物技术创新及产业化战略联盟
石药集团心脑血管药物创新战略联盟
新释药系统关键技术及新产品产业化研究战略联盟

资料来源：公司资料，方正证券

图表57： 石药集团合作院校



资料来源：公司资料，方正证券

6.2 研发硕果累累

强大的研发平台和研发体系，使得石药集团研发成果丰硕。创新产品成为集团利润增长点。“十五”以来集团承担国家项目 53 项，其中仅“重大新药创新”科技重大专利就有 30 项。获得国家资金支持达到 5 亿多元。取得新药证书 46 项，其中一类新药 2 项。培养了销售额过亿元的重大品种 15 个。

图表58： 石药集团研发成果——承担课题

石药集团研发成果——承担课题	
“重大新药创制”科技重大专项	30项
科技支撑计划	9项
国家高技术研究发展计划（863计划）	3项
国家重点基础研究发展计划（973计划）	2项
国际科技合作课题	1项
产业化课题	8项

资料来源：公司资料，方正证券

6.3 布局海外战略

截止到现在，石药集团申请 ANDA 已取得 FDA 批准 11 项，处于审批中有 3 项。IND 申报 3 项：丁苯酚。盐酸米托蒽醌脂质体，盐酸伊力替康脂质体。海外授权的包括：丁苯酚，多美素，盐酸伊力替康脂质体。石药集团目前已有 22 条生产线已经通过美国 FDA 现场检查，6 条生产线通过了欧盟的现场检查，33 个产品获得美国 DMF 登记，16 个产品取得欧盟（CEP）认证。

图表59： 石药集团海外布局



资料来源：公司资料，方正证券

图表60： 在研产品线——美国 ANDA 品种

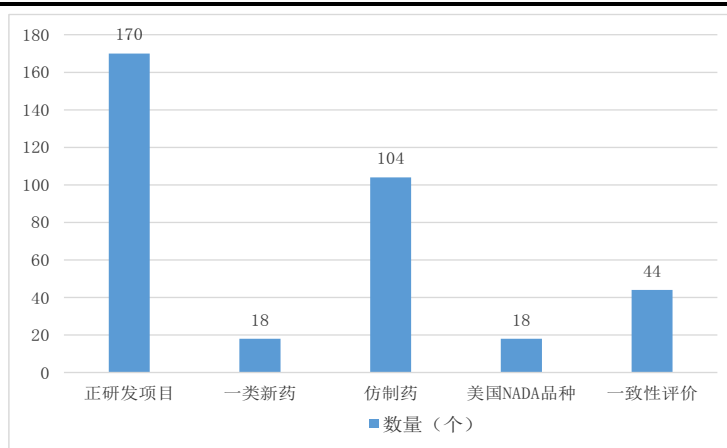
已批 ANDA 品种			
	药品名称	适应症	预计获批时间
1	盐酸曲马多片	镇痛	已获批及上市
2	苯佐那酯软胶囊	止咳	已获批及上市
3	盐酸二甲双胍缓释片	降血糖	已获批及上市
4	盐酸二甲双胍片	降血糖	已获批及上市
5	盐酸多奈哌齐片	阿尔茨海默型痴呆	2015年9月获批
6	硫酸氢氯吡格雷片	抗血栓	2017年2月获批
7	孟鲁斯特钠咀嚼片	哮喘	2017年4月获批
8	孟鲁斯特钠片	哮喘	2017年4月获批
9	加巴喷丁片	抗癫痫	2017年5月获批
10	阿奇霉素片	抗感染	2017年6月获批
11	头孢羟氨苄胶囊	抗感染	2017年7月获批
主要待批 ANDA 品种			
	药品名称	适应症	预计获批时间
1	盐酸美金刚片	阿尔茨海默型痴呆	2018
2	塞来昔布胶囊	关节炎	2018
3	普瑞巴林胶囊	神经性疼痛	2019

资料来源：公司资料，方正证券

6.4 研发规划清晰，利好消息不断

石药集团目前研发管线方面，主要集中在五大疾病领域（心脑血管、抗肿瘤、精神神经、代谢、抗感染），四大产品方向（创新药、新型制剂、国内首仿药、高端制剂国际化）。目前正在研发的项目有 170 个，一类新药 18 个，仿制药 104 个，美国 ANDA 品种 18 个，一致性评价 44 个。

图表61： 石药集团研发规划—研发管线



资料来源：公司资料，方正证券

2017 年 6 个申报美国 ANDA 的品种顺利获批，紫杉醇白蛋白和氯吡格雷都进入优先审批名单。在研的 1 类新药 18 个中，2 个已经进入临床 III 期实验中。美国 ANDA 品种预计 2018 年可以获批 2 个。产品储备丰富，成长性依旧。

图表62： 石药集团研发成果—重大创新产品

石药集团研发成果—重大创新产品			
编号	药品名称	注册分类	治疗领域
1	恩必普软胶囊/注射液	化药1类/2类	脑卒中
2	欧来宁胶囊/粉针	化药2+5类	脑神经/痴呆
3	玄宁	化药4类	降血压
4	津优力	治疗用生物制品1类	长效升白
5	多美素	化药3+6类	肿瘤
6	维宏	原化药4类	抗感染药
7	欧意	化药4类	抗感染药
8	美罗培南	化药6类	抗感染药
9	舒血宁	化药6类	心血管
10	固邦	化药2类	骨质疏松症
11	盐酸曲马多缓释片	化药4类	镇痛
12	头孢哌酮钠他唑巴坦钠	化药3类	抗感染药
13	那格列奈	化药2类	糖尿病
14	比阿培南	化药3类	抗感染药
15	伊马替尼	化药3类	肿瘤

资料来源：公司资料，方正证券

在研产品 1 类新药中，石药集团拥有自己的 CADD 小分子创新药团队。目前在研新品种 16 个。HA121-28 已经提交临床申请，HA1402 预计 2018 年底提交临床申请。另外 3 个新靶点药物正在进行新结构的构建研究源于数据 30 研究创造价值

工作。

图表63： 在研产品线—1类新药（临床阶段）

在研产品线—1类新药（临床阶段）							
	药品名称	药品类别	适应症	状态	预计获批时间	市场规模	竞争药品
1	rE4：注射用重组胰高血糖素样肽-1受体激动剂	生物制品1类	降血糖	正在进行临床III期	2019	2011年中国重点样本医院糖尿病用药市场规模约为134.2亿元，同比增长17.87%（附注2）。现时中国糖尿病患者高达1亿人（附注3）。	艾塞那肽（化学法）利拉鲁肽
2	复方左旋氨氯地平阿托伐他汀钙片：心血管口服制剂	化药1类	降血压、降血脂	正在进行临床III期	2020	2013年中国降压药理论市场容量为300亿元（附注4）。据全国22城市样本医院数据（PDB）显示，2012年降压药销售额45亿元，2008-2012年复合增长率为15.97%；随着老龄化加剧、人民生活水平提高、医保制度健全等，预计未来复合增长率会保持在16%以上。现时中国高血压患者达2亿人（附注5）。	氨氯地平、硝苯地平等CCB类，阿托伐他汀钙、瑞舒伐他汀等其他汀类
3	注射用匹诺塞林：脑血管药	化药1类	急性脑卒中	正在进行临床II期	2020	中国每年新发脑卒中约200万人；每年死于脑血管病约150万人；存活的患者数（包括已痊愈者）约700万。（附注7）	神经节苷酯、依达拉奉等神经保护剂；桂哌齐特；丁苯酞；灯盏花、银杏叶等中成药
4	左旋丁苯酞片、注射液	化药1类	急性脑卒中	完成临床II期	2021（附注1）	中国每年新发脑卒中约200万人；每年死于脑血管病约150万人；存活的患者数（包括已痊愈者）约700万。（附注7）	神经节苷酯、依达拉奉等神经保护剂；桂哌齐特；灯盏花、银杏叶等中成药
5	黄芩素片：口服抗病毒药物	中药1类	病毒性感冒	已批准III期临床	2021	2011年中国抗流感病毒制剂的市场规模为200亿元。（附注6）	连花清瘟、清开灵以及抗病毒颗粒、抗病毒口服液等抗病毒制剂
6	DBPR108	化药1类	降血糖	正在进行临床II期	2020	2011年中国重点样本医院糖尿病用药市场规模约为134.2亿元，同比增长17.87%（附注2）。现时中国糖尿病患者高达1亿人（附注3）	西他列汀、磷酸西格列汀、维格列汀、沙格列汀、阿洛利汀、利拉利汀和特利利汀等
7	SKLB1028	化药1类	抗肿瘤	正在进行临床I期	2022	2011年中国非小细胞肺癌市场规模为6.4亿美元，即40亿元。加上急性髓性白血病的市场，规模可超过45亿元。（附注8）	吉非替尼、厄洛替尼、埃克替尼、培美曲塞、恩度等
8	丁苯酞软胶囊	化药1类	血管性痴呆	正在进行临床II期	2022	中国目前有1.3亿55岁以上的老年人，而这一人群血管性痴呆患病率为0.8%，年发病率为0.27/100人/年。（附注9）	奥拉西坦、吡拉西坦、盐酸美金刚、重酒石酸卡巴拉汀
9	盐酸阿姆西汀肠溶片	化药1类	抑郁症	正在进行临床I期	2024	2001-2004年一项调查显示，中国抑郁障碍患病率约为6.1%（附注10），由此推算国内抑郁症患者数量在9,000万人以上。	度洛西汀、文拉法辛、去甲文拉法辛、艾斯西酞普兰、维拉佐酮等

附注：
1、基于产品生命周期的管理；2、摘自广州标点的糖尿病治疗药物市场研究报告2012版；3、2020年生命科学与医疗趋势报告；4、艾美仕；5、国家卫生和计划生育委员会；6、中国医药报；7、摘自中国脑血管病防治指南2010版；8、Decision Resources数据；
9、1980-2011年中国社区55岁及以上人群中血管性痴呆流行病学的Meta分析；
10、2001-2005年中国4省份精神疾病的患病率、治疗情况和相关残疾：一项流行病学调查

资料来源：公司资料，方正证券

集团产品储备丰富，仿制药待批在即，未来创新药市场占比有望增加。

图表64： 主要待批仿制药

主要待批仿制药				
	药品名称	药品类别	适应症	审批状态
1	硼替佐米原料及注射剂	化药3+6类	抗肿瘤	已申报生产
2	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	新化药4类	抗肿瘤	已申报生产
3	盐酸决奈达隆原料及片	化药3+6类	抗心律失常	已申报生产
4	达沙替尼原料及片	化药3+6类	抗肿瘤	已申报生产
5	替格瑞洛原料及片	化药3+6类	冠脉综合症	已申报生产
6	盐酸普拉克索原料及片	化药3+6类	帕金森病	已申报生产
7	苹果酸舒尼替尼原料及胶囊	化药3+6类	抗肿瘤	已申报生产
8	硫酸氢氯吡格雷片	化药6类	抗血栓	已申报生产
9	盐酸米托蒽醌脂质体注射液	化药5类	抗肿瘤	正在进行临床研究
10	伊曲康唑原料及片	化药3+3类	帕金森病	正在进行临床研究
11	利伐沙班原料及片	化药3+6类	抗血栓	正在进行临床研究
12	坎地沙坦酯氨氯地平片	化药3.2类	高血压	正在进行临床研究
13	利格列汀原料及片	化药3+6类	糖尿病	正在进行临床研究
14	苯佐那酯软胶囊	化药3类	止咳	正在进行临床研究
15	甲苯磺酸索拉非尼原料及片	化药3+6类	抗肿瘤	已取得临床批件
16	马来酸阿法替尼原料及片	化药3+3类	抗肿瘤	已取得临床批件
17	琥珀酸去甲文拉法辛原料及缓释片	化药3+6类	抗抑郁	已取得临床批件
18	沙格列汀原料及片	化药3+6类	糖尿病	已取得临床批件
19	索非布韦原料及片	化药3+3类	丙型肝炎	已取得临床批件

资料来源：公司资料，方正证券

7 对标国内外药企龙头，集团有望达到新高度

7.1 国外药企龙头-辉瑞制药

辉瑞制药也是通过并购方式成为创新药巨头的典型企业。公司创建于1849年，上个世纪60年代因过于分散的多元化业务战略，使得辉瑞错失生物制药的良机，同时也失去了新药研发领域的领先优势。上个世纪80年代末，公司将业务战略调整重回医药主业，但因为丧失研发先机，集团与行业内龙头差距明显。针对此状况，辉瑞开展了一系列的并购，引入重磅品种，创造新的利润增长点。

1) 辉瑞于2000年收购了Warner-Lambert，获得超级重磅产品Lipitor（立普妥）。集团充分发挥营销优势，使立普妥成为了史上第一款超过百亿美元的超级重磅药物，2016年销售额达到峰值129亿美元，凭借立普妥辉瑞重新成为美国顶尖药企；

2) 2002年600亿吞并法玛西亚，巩固了其产品线，法玛西亚可以有效补充辉瑞现有的产品线，辉瑞则可以更为充分的发挥自己的全球营销能力；

3) 2009年，辉瑞以交易总价约680亿美元完成对惠氏的收购。并购之后，辉瑞在生物制剂的在研产品线拥有6个疫苗和27个生物制品，成为全球领先的生物制药企业。其中源自惠氏产品线的六个制剂每年合计为辉瑞贡献超过100亿美元的收入。

图表65： 辉瑞公司历史

辉瑞公司历史	
1849年-1899年	1849年，查尔斯·辉瑞和查尔斯·厄尔哈特表兄弟俩在纽约布鲁克林的一座红砖楼房中创立了查尔斯·辉瑞公司。
1900年-1950年	进入新世纪，辉瑞迎来了繁荣。采用霉菌发酵技术，以糖为原料进行柠檬酸大规模生产的工艺促成了公司在之后多年的发展和成长。
1951年-1999年	20世纪下半叶辉瑞加强了药物方面的研究，取得了巨大成功，推出了一系列创新性的药物。
2000年-现在	辉瑞并购华纳兰伯特和法玛西亚，增加了全球市场份额。之后又经过一系列的战略合作和并购，如并购惠氏，辉瑞巩固了其作为全球健康行业中最多元化的公司之一的地位。

资料来源：公司官网，方正证券

图表66： 辉瑞并购史

辉瑞并购史	
时间	事件
2000/2/1	900亿美元并购兰伯特收获重磅药物立普妥，成为全美第一制药公司
2002/7/1	600亿美元并购法玛西亚获得关节炎治疗药物 Celebrex
2003/12/1	13亿美元并购艾斯帕来恩补充公司胆固醇治疗药物线
2005/6/1	19亿美元并购Vicuron制药获得治疗真菌感染的药物阿尼芬净 (anidulafungin) 和治疗革兰氏阳性菌感染的药物 dalbavancin
2006/10/1	并购 PowderMedN/A 战略性布局 DNA 疫苗市场
2007/11/1	1.64亿美元并购Coley药业增强自己的疫苗研究能力并提高老年痴呆症及感染药物的开发能力
2008/2/1	1.95亿美元并购 Encysive 制药获得治疗肺动脉高压的药物 Thelin
2008/9/1	7.25亿美元并购 Medivation 公司 Dimebon 营销权获得阿尔茨海默症和亨廷顿氏舞蹈症治疗药物 Dimebon 营销权
2009/1/1	680亿并购美元惠氏全面进入生物制剂领域
2010/5/1	Ergonex Pharma GmbH 公司 tergurideN/A 获得治疗肺动脉高血压药物 terguride
2010/10/1	FoldRx PharmaceuticalsN/A 获得治疗 TTR 淀粉样多神经病的 tafamidis MEGLumine
2010/10/1	36亿美元并购 King Pharmaceuticals 完善公司镇痛药产品线
2010/10/1	2.40亿美元并购巴西仿制药制造商 Laboratorio Teuto Brasileiro SA完善公司全球产业布局
2011/2/1	Ferrosan 的消费者医疗保健事业 N/A 获得减肥添加剂与保健产品，包括维他命品牌 Multi-tabs、益菌品牌 Biform、皮肤保养品牌 IMEDEEN
2011/7/1	5600万美元并购Icagen提升公司镇痛药研发能力
2011/11/1	Excaliard Pharmaceuticals IncN/A 治疗皮肤纤维化的产品 EXC 001
2012/10/1	6.8亿美元并购NextWave Pharmaceuticals提升治疗注意力缺陷多动障碍以及与中枢神经系统紊乱的药物的研发能力
2014/7/1	3.6亿美元并购 InnoPharma Inc 增强复杂的可注射类产品（包括注射笔、缓释针剂等）的开发能力
2014/7/1	6.35亿美元并购百特国际疫苗业务获得脑膜炎疫苗 NeisVac-C 和脑炎疫苗 FSME-IMMUN，以及生产设施2015.01.05 Redvax GmbHN/A 获得临床前人类巨细胞病毒 (CMV) 的候选疫苗
2015/2/1	168亿美元并购Hospira扩充无菌注射生物仿制药管线
2015/6/1	1.3亿美元并购 GSK 疫苗业务获得四价脑膜炎球菌 ACWY 疫苗 Nimenrix 和 Mencevax
2016/1/1	千林健康 Treerly Health Co LtdN/A 完善膳食补充剂产品线
2016/5/1	52亿美元并购 Anacor 制药获得湿疹非留体局部用凝胶药物 crisaborole

注：红色字体为辉瑞历史上具有重大意义的并购

资料来源：公司官网，方正证券

回顾石药和辉瑞的发展史，可以发现两家公司有许多相似之处。石药也是从竞争力不强的药厂通过并购重组拿到明星产品的专利权后一跃成为大型集团。2012年的石药还只是个业务单一的原料厂，但通过并购重组拿到恩必普、欧来宁、玄宁等明星产品后，短短几年，市值冲刺千亿成功，跻身一线药厂。对于药厂来说，并购应该不仅仅是为

了在规模上做大做强。通过并购确实可以起到短期内扭转业绩的作用，但更重要的布局新的方向，寻找新的利润增长点，及早研发出像辉瑞的立普妥、万艾，石药的恩必普可这样霸占市场的药物。

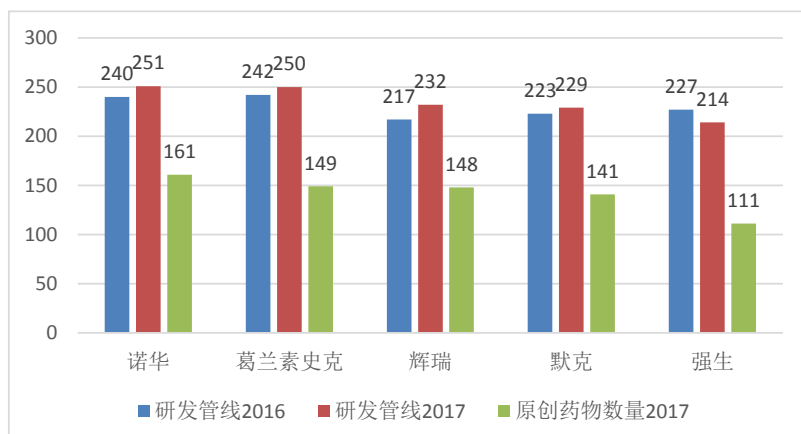
图表67： 石药并购历程

2007年	以1.3亿元收购内蒙古中抗糖业有限公司100%的股权，整合上下游效益，节约成本
2012年	并购恩必普药业、欧意药业、新诺威药业。布局创新药重磅产品恩必普、欧来宁、玄宁
2013年	收购了百克烟台生物制药有限公司。打造抗肿瘤产品津优力为核心增长点
2014年	以80万美元收购优金生物技术21.43%股权。助力集团研发服务。
2016年4月	石药集团恩必普向石药控股收购石药集团圣雪葡萄糖93.18%股权，交易金额3644万元
2017年3月	公司以人民币约2亿元向中国诗薇收购河北诗薇全部股权，节省申请药品经营许可证时间
2017年5月	以970万美元（约7566万港元）收购德丰全部股权。增强集团对生物医药研发能力
2017年10月	收购新诺威1.31%股权，布局拆分新诺威上市
2018年1月	公司收购武汉友芝友39.56%股权，总代价为人民币2.0357亿。布局生物药领域

资料来源：公司官网，方正证券

创新药物是医药领域利润最丰厚，也是最能体现公司技术含量的部分，未来这一领域是最能维持高利润水平的领域。所以石药和辉瑞都在创新药的研发上投入了大量的人力和财力。作为 17 年研发管线个数全球第三的企业，辉瑞的研发管线个数高达 232 个，原创药物数量达到 148 个，研发投入长时间保持较高水平。石药集团在研发上投入的年增长率达到 32%，储备了 170 多个在研品种。

图表68： 研发管线 TOP5 企业



资料来源：彭博，方正证券

不仅如此，这些跨国药企之所以能成为医药行业的“巨无霸”，正是通过将消费品业务作为一个增值“资产包”，买进卖出，在资本市场上长袖善舞。

自 2012 年石药并购拿到明星产品恩必普以来，石药找到新的利润增长点且在研发上的投入高速增长。相比之下，今日的石药仿佛是过去的辉瑞。相同的发展战略使得石药有望成为中国的辉瑞，成为名副其实的龙头创新药厂。反应在市值上，石药仍有较大提升空间。

图表69： 辉瑞制药上市以来的涨跌幅和成交量



资料来源：彭博，方正证券

图表70： 石药集团上市以来的涨跌幅和成交量



资料来源：彭博，方正证券

7.2 对标国内药企龙头---恒瑞医药

恒瑞发展史：创新药带来转机，走出去提升发展空间。恒瑞医药股份有限公司成立于 1997 年，前身是连云港制药厂，目前已经成为国内最大的抗肿瘤药研究和生产基地，国内最具创新能力的大型制药企业之一。恒瑞致力于在抗肿瘤药、手术用药、内分泌治疗药、心血管药及抗感染药等领域的创新发展，并逐步形成品牌优势。先已成为市值超过 1000 亿元的优质白马公司。

恒瑞是国内创新药研发的领军企业，度过了过去几年的经营低谷，仿制药业务增速逐步回升，创新药陆续获批，制剂出口逐步成为公司新的利润增长点。公司近年来国际化进程显著加快，相关产品和技术“走出去”和“引进来”相结合，成为推动公司业绩增长的新动力。恒瑞从仿制向创新转型所采取的策略是：由抢仿到创仿；先国内新药上市，后国际新药上市；先仿制药国际化，后创新药国际化。

图表71： 恒瑞医药发展历程

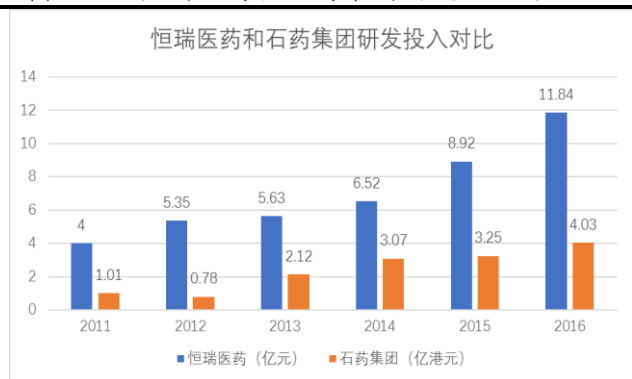
恒瑞药业发展历史	
1970年-1992年	制药厂只生产治疗常见病的基础药品，没有自己的品牌产品，靠低水平的医药原料加工成片剂销售到苏北鲁南市场。
1995年	国家药政部门批准抗肿瘤新药异环磷酰胺上市，恒瑞人终于有了自己的品牌仿制药。此后，恒瑞根据自身情况，选取抗肿瘤药作为主攻方向，完成从基础用药制造企业向仿制药制造企业的成功转型，并取得了巨大的成功。
1997年-2005年	率先仿制国外过期专利药。恒瑞医药毅然选择了“科技创新”战略，逐渐从单一的仿制药向仿制与创新并重的方向转型。
2000年	成立上海创新药物研发中心。
2011年	随着2011年国家一类新药艾瑞昔布的上市，公司进入了创新时代。

资料来源：公司官网，方正证券

对标恒瑞，“创新+国际化”成就下一个优质股。自恒瑞成立以来，经历了由小市场进入抗肿瘤用药大市场，由普药升级为仿制药，最终迈入创新药领域的过程。同时，恒瑞是我国拓展国际化道路的行业先驱，公司部分制剂目前已在海外实现销售。对比石药和恒瑞的发展史，可以发现其中诸多相似之处。石药的发展亦经历了从低附加值产品向高附加值升级的过程，最终转型为高端创新药生产商。在注重国内仿制药和创新药研发的同时，公司亦在布局海外市场，普药和创新药在美国的申请和上市正处于不断推进中。作为港股市场的白马公

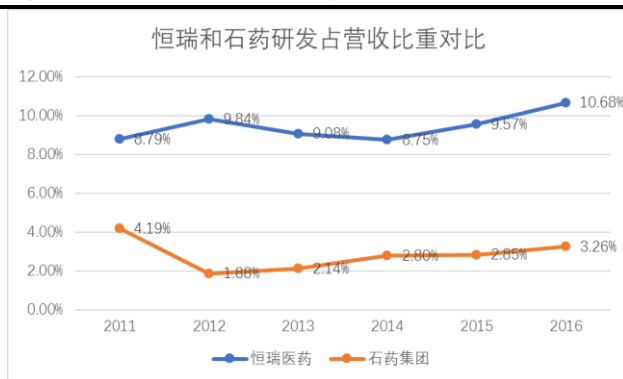
司，石药在发展战略上和恒瑞相似的同时，在资本市场的表现亦有望重现恒瑞的成长历程。

图表72： 恒瑞医药和石药集团研发投入对比



资料来源：公司资料，方正证券

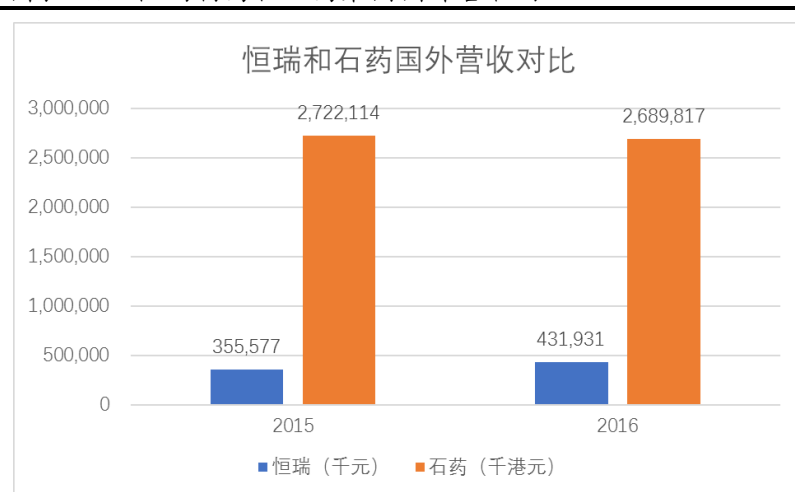
图表73： 恒瑞医药和石药集团研发占营收比重对比



资料来源：公司资料，方正证券

2010 年时，恒瑞就开始了“创新+国际化”的战略布局，当时其市值刚突破 300 亿元。而如今恒瑞的市值已经成功突破千亿，成长为国内最具创新能力的大型制药企业之一。恒瑞药业国际化战略布局已久，目前销售以美国市场竞争企业较少的仿制药为主，已有 9 个产品获得美国 FDA 批准。创新药产品也有多款进行了中美双报，未来创新药产品也会逐渐出口至海外市场。相较之下，今天的石药仿佛是过去的恒瑞，“创新+国际化”战略即将进入收获期。

图表74： 恒瑞制药和石药集团国外营收对比



资料来源：彭博，方正证券

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7104.5	11853.8	14288.8	17446.9	营业总收入	11159.9	14007.5	17033.1	20468.7
现金	2893.5	1969.8	2293.9	3151.3	营业成本	5420.9	6804.2	8273.9	9942.7
应收账款	-434.1	4691.4	5798.5	7017.2	营业税金及附加	467.0	586.2	712.8	856.6
其它应收款	434.1	2447.7	2899.3	3368.2	营业费用	2494.0	3130.4	3806.6	4574.4
预付账款	0.0	1037.0	1204.2	1338.9	管理费用	495.3	621.7	755.9	908.4
存货	1729.2	1704.7	2089.5	2567.8	财务费用	37.3	46.8	56.9	68.4
其他	2481.9	3.3	3.4	3.4	资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动资产	349.6	316.4	325.6	330.9	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	153.7	153.7	153.7	153.7	投资净收益	80.7	103.1	95.6	87.4
固定资产	0.0	-23.7	-5.5	9.0	营业利润	2326.0	2921.3	3522.6	4205.6
无形资产	170.9	161.4	152.4	143.1	营业外收入	73.4	13.0	0.0	0.0
其他	25.0	25.0	25.0	25.0	营业外支出	0.0	0.0	27.2	21.2
资产总计	7454.1	12170.2	14614.4	17777.8	利润总额	2399.5	2934.4	3495.3	4184.4
流动负债	3653.8	6703.1	7088.2	7439.3	所得税	379.0	463.5	552.1	660.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	2020.5	2470.9	2943.3	3523.5
应付账款	1086.4	3219.9	3519.1	3790.5	少数股东损益	45.2	15.2	20.6	21.5
其他	2567.4	3483.2	3569.1	3648.8	归属母公司净利润	1975.2	2455.7	2922.7	3502.0
非流动负债	433.1	475.8	475.8	475.8	EBITDA	2282.6	2874.2	3472.5	4151.6
长期借款	215.0	215.0	215.0	215.0	EPS (元)	0.33	0.40	0.47	0.56
其他	218.1	260.8	260.8	260.8					
负债合计	4086.9	7178.9	7564.0	7915.1	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	74.9	90.1	110.7	132.1	成长能力				
股本	0.0	6243.0	6243.0	6243.0	营业收入	11159.9	14007.5	17033.1	20468.7
资本公积	0.0	-6243.0	-6243.0	-6243.0	营业利润	2326.0	2921.3	3522.6	4205.6
留存收益	0.0	1608.8	3647.3	6438.1	归属母公司净利润	1975.2	2455.7	2922.7	3502.0
归属母公司股东权益	-1449.5	159.3	2197.8	4988.6	获利能力				
负债和股东权益	2712.2	7428.3	9872.5	13035.9	毛利率	0.51	0.52	0.54	0.54
					净利率	0.18	0.18	0.17	0.17
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	0.21	0.21	0.22	0.22
经营活动现金流	1879.2	-1070.3	939.3	1465.4	ROIC	0.16	0.17	0.17	0.18
净利润	1879.2	2310.8	2745.8	3499.0	偿债能力				
折旧摊销	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	1.51	0.97	0.77	0.61
财务费用	0.0	10.5	10.5	10.5	净负债比率	2.13	1.94	1.82	1.73
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.94	1.77	2.02	2.35
营运资金变动	0.0	-3310.3	-1725.7	-1949.6	速动比率	1.47	1.51	1.72	2.00
其他	0.0	-81.2	-91.3	-94.5	营运能力				
投资活动现金流	-1053.6	114.4	82.1	89.2	总资产周转率	1.62	1.52	1.32	1.27
资本支出	7.3	114.4	82.1	89.2	应收账款周转率	4.21	4.72	3.36	3.20
长期投资	-1060.9	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	10.90	6.92	5.23	5.61
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	999.0	32.1	-697.3	-697.3	每股收益	0.33	0.40	0.47	0.56
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金	0.30	-0.09	0.08	0.12
长期借款	215.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	1.49	1.53	1.62	1.68
普通股增加	503.8	0.0	0.0	0.0	估值比率				
资本公积增加	7.3	9.5	9.0	9.3	P/E	49.4	39.8	33.4	27.9
其他	273.0	22.6	-706.2	-706.5	P/B	4.45	9.29	8.77	8.46
现金净增加额	1824.6	-923.7	324.2	857.4	EV/EBITDA	14.74	29.66	24.79	19.49

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com