

投资评级

增持

维持

研发与高增长品种驱动未来

——2017及2018Q1公司经营情况分析

股票数据

6个月内目标价(港元)	18.19-21.50
05月23日收盘价(港元)	18.48
52周股价波动(港元)	6.49-19.66
总股本/流通H股(百万股)	8425.19/8425.19
总市值/流通市值(亿港元)	1556.98/1556.98

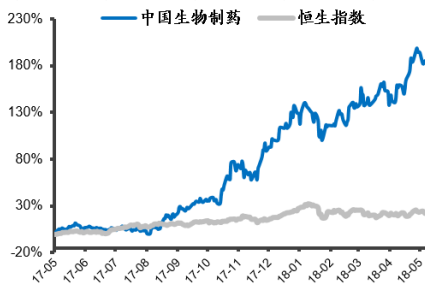
主要估值指标

	2017	2018E	2019E
市盈率	61.37	44.69	34.74
市净率	14.47	10.93	8.32
市销率	8.99	6.21	4.86
EV/EBITDA	28.06	21.08	15.65

相关研究

《业绩超预期,未来趋势向好》2017.11.24

《肝药承压不改长期趋势,安罗替尼开启创新时代》2017.08.31

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	17.9	20.9	32.0
相对涨幅(%)	16.6	23.6	33.4

资料来源:海通证券研究所

投资要点:

- 2018年一季度业绩优秀,经营质量不断提升。**5月18日,公司发布一季报。公司今年一季度收入46.53亿元人民币(+20.4%),新产品销售占集团总收入约14.7%,归母净利润7.71亿元人民币(+33.2%),第一季度每股派息2港仙(0.02港元)。
- 肝药业务增速有所改善,三大抗肿瘤新品高速增长。**2017年肝病用药收入65.43亿元人民币,同比增5.4%,增速稍高于2016年;主要产品润众2017年收入31.69亿元人民币,增速为4.78%,比2016年降低8个百分点。我们预计肝药承压状况将随着替诺福韦的上市放量进一步改善。抗肿瘤用药收入15.97亿元人民币,同比增6.1%,原因是受招标降价影响,止若注射液收入2.42亿元人民币,同比降27.7%。但新品种依尼舒片、格尼可胶囊、晴唯可注射液2017全年增速分别高达46.6%、31.2%、26.9%,2018Q1增速分别为46.6%、35.2%、34.6%。我们预计以上三个高增长品种联合新药安罗替尼,后续将有力支撑公司抗肿瘤用药的增长。
- 高增长品种助力四大产品线收入猛增。**肛肠科用药、镇痛药、骨科用药、呼吸系统用药四个产品线2017年分别实现营收7.63亿、20.55亿、12.51亿、6.57亿元人民币,增速分别高达196.5%、37.5%、24.9%、23.6%。四大产品线猛增得益于艾速平注射液(艾司奥美拉唑)(+1205.5%)、凯纷注射液(氟比洛芬酯)(+31.6%)、氟比洛芬巴布膏(+59.0%)、天晴速乐粉雾剂(噻托溴铵)(+30.7%)等品种的高速增长。
- 研发投入位列前茅,创新战略逐步落地。**2017年公司研发投入15.95亿元人民币,占总营收10.8%,2018Q1研发投入占比13.1%。综合来看,公司研发投入位于国内上市医药企业最前列,处于领军地位。根据CDE数据,公司现有新药研发项目超过100项,包括1类创新药22项,覆盖多个重磅靶点。我们持续认为,公司的创新药管线已达国内一线水平,我们认为公司未来三年至少有两个以上的1类新药或重磅仿制药上市,有力提升公司的业绩水平与行业竞争力。
- 盈利预测。**泰德并表后,我们预测公司2018-2020年净利润分别为34.84、44.82、57.71亿港元(港元:人民币=1:0.86),同比增长37.3%、28.7%、28.8%。参照可比公司估值及PEG水平,考虑创新药管线带来估值溢价,给予2018年44-49倍PE,对应目标价区间18.19-20.26港元,DCF估值给予目标市值1812亿港元,目标价21.50港元,结合PE估值法,给予公司6个月内目标价区间为18.19-21.50港元,维持“增持”评级。

- 风险提示。**产品面临招标降价压力,销售不达预期,新药研发进度不达预期。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万港元)	15825.44	17312.27	25056.63	32068.45	41731.74
(+/-) YoY (%)	8.76%	9.40%	44.73%	27.98%	30.13%
净利润(百万港元)	1913.28	2537.00	3483.66	4481.68	5771.12
(+/-) YoY (%)	7.57%	32.60%	37.31%	28.65%	28.77%
全面摊薄EPS(港元)	0.23	0.30	0.41	0.53	0.68
毛利率(%)	79.20%	79.14%	80.49%	80.95%	82.43%
净资产收益率(%)	21.53%	23.58%	24.46%	23.94%	23.56%

资料来源:公司年报(2016-2017),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

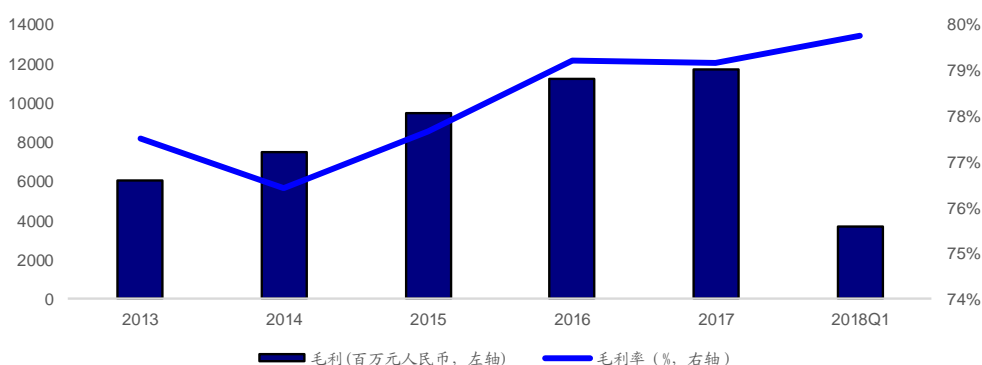
1 2017 年及 2018Q1 业绩优秀，经营质量不断提升

3月23日，公司发布2017年年报，全年实现营业收入148.19亿元人民币，同比增长9.4%；归母净利润21.71亿元人民币，同比增长32.6%，拟每股派发2017年度末期股息2港仙（0.02港元）及每2股获发1股红股。公司业绩优秀，利润增速持续快于营业收入，为行政费用下降、投资收益增加、子公司盈利改善等原因所致。

5月18日，公司发布一季报。公司一季度收入46.53亿元人民币（+20.4%），新产品销售占集团总收入约14.7%，归母净利润7.71亿元人民币（+33.2%），第一季度每股派息2港仙（0.02港元）。

毛利方面，公司毛利率由2014年的76.4%逐步提升至2018Q1的79.8%，显示公司的盈利水平逐步提高。由于安罗替尼等即将上市放量的新药毛利率较高，而且并表前北京泰德的毛利率高于公司现有水平，我们预计公司后续毛利率将进一步提升至80%以上。

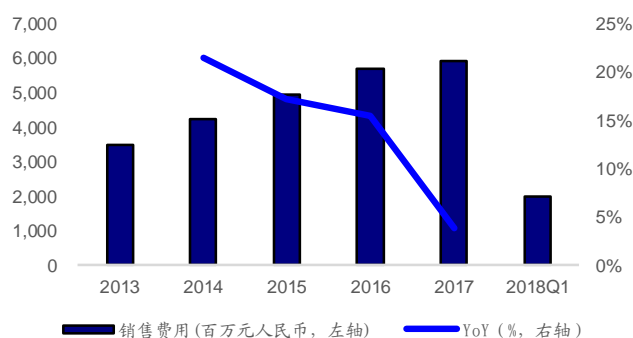
图 1 公司 2013-2018Q1 年毛利状况



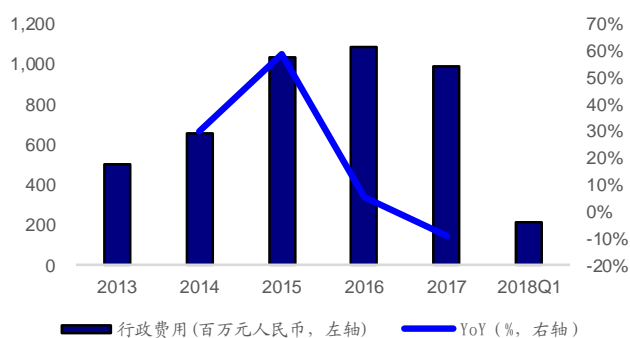
资料来源：公司定期公告（2013-2018Q1），海通证券研究所

销售费用方面，2017年公司销售费用为59.18亿元人民币，同比增长3.8%，增速比2016年下降11个百分点。公司近年来销售费用稳定增长，2013-2017年CAGR为14.3%，销售费用率分别为44.6%、43.2%、40.5%、40.3%、39.9%，呈现下降趋势，原因是销售效率提升导致营收增速快于销售费用增速。2018Q1销售费用为19.86亿元人民币，同比增21.2%，原因是泰德并表及新药上市推广将使公司2018年销售费用有所提升。

行政费用方面，2017年公司行政费用为9.87亿元人民币，同比下降9.2%，增速比2016年下降14个百分点，原因可能是因部分预提报销费用减少和汇兑利润增加、管理改善等。2018Q1公司行政费用为2.12亿元人民币，同比增61.6%，原因是2018年公司业务扩展较快，且17年行政费用下降明显导致基数较小。

图 2 公司 2013-2018Q1 年销售费用逐年上升


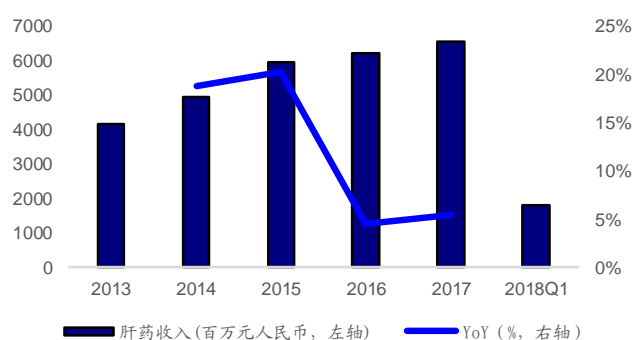
资料来源：公司定期公告 (2013-2018Q1)，海通证券研究所

图 3 公司 2017 年行政费用下降明显


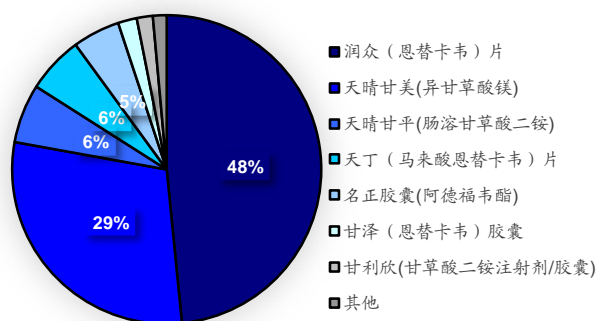
资料来源：公司定期公告 (2013-2018Q1)，海通证券研究所

2 肝药业务有所改善，三大抗肿瘤新品高速增长

2017 年公司肝病用药收入 65.43 亿元人民币，占公司总营收的 44.2%，同比增长 5.4%，增速稍高于 2016 年，2018Q1 收入 17.80 亿元人民币，承压状况略有改善。

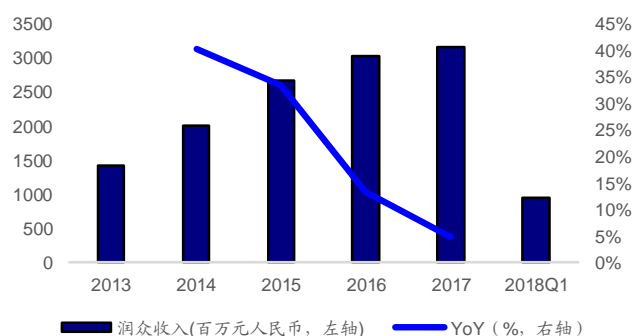
图 4 公司 2013-2018Q1 年肝药业务略有改善


资料来源：公司定期公告 (2013-2018Q1)，海通证券研究所

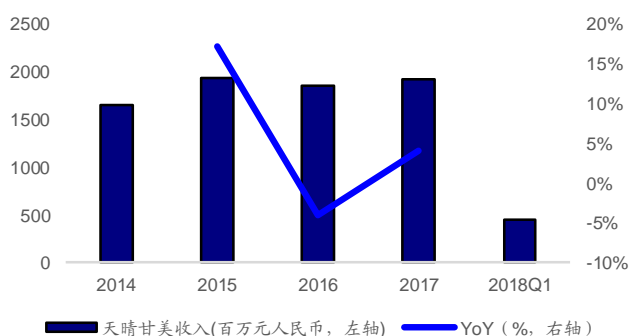
图 5 公司 2017 年肝药业务营收结构


资料来源：公司定期公告 (2017)，海通证券研究所

主要产品润众 2017 年收入 31.69 亿元人民币，增速为 4.78%，比 2016 年降低 8 个百分点，2018Q1 收入 9.40 亿元人民币，同比增 6.4%，有所改善。另一个 10 亿+品种天晴甘美 2017 年收入 19.25 亿元人民币，增速为 4.01%，比 2016 年提升 8 个百分点，2018Q1 收入 4.4 亿元人民币。我们认为替诺福韦上市后快速放量，将缓解肝药承压状况。

图 6 润众 2013-2018Q1 收入及增速情况


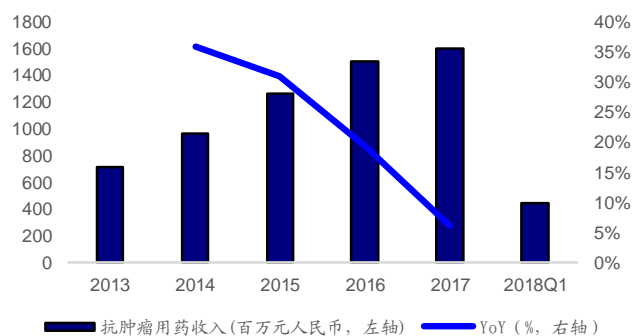
资料来源：公司定期公告 (2013-2018Q1)，海通证券研究所

图 7 天晴甘美 2017 年收入增速有所回升


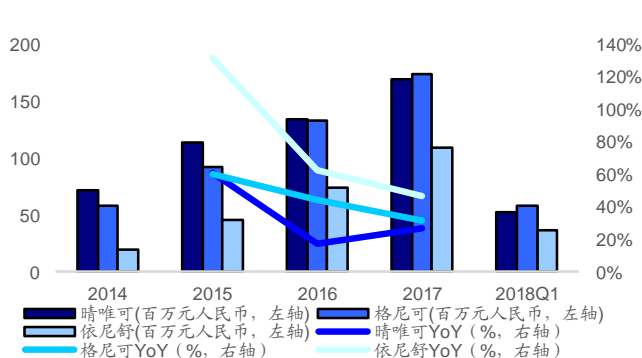
资料来源：公司定期公告 (2013-2018Q1)，海通证券研究所

抗肿瘤用药 2017 年收入 15.97 亿元人民币，同比增长 6.1%，原因是受招标降价影

响, 止若注射液收入 2.42 亿元人民币, 同比降 27.7%。但新品种依尼舒片(达沙替尼)、格尼可胶囊(伊马替尼)、晴唯可注射液(地西他滨)收入快速增长, 2017 年全年增速分别为 46.6%、31.2%、26.9%, 2018Q1 增速分别为 46.6%、35.2%、34.6%, 我们预计以上三个高增长品种联合新药安罗替尼, 后续将有力支撑公司抗肿瘤用药的增长。

图 8 公司 2013-2018Q1 抗肿瘤用药收入情况


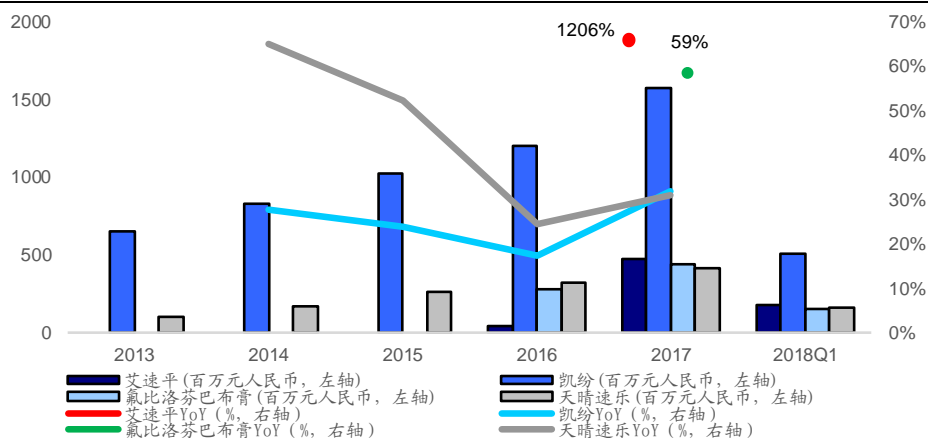
资料来源: 公司定期公告 (2013-2018Q1), 海通证券研究所

图 9 三大新品种支撑抗肿瘤用药增长


资料来源: 公司定期公告 (2013-2018Q1), 海通证券研究所

3. 高增长品种助力四大产品线收入猛增

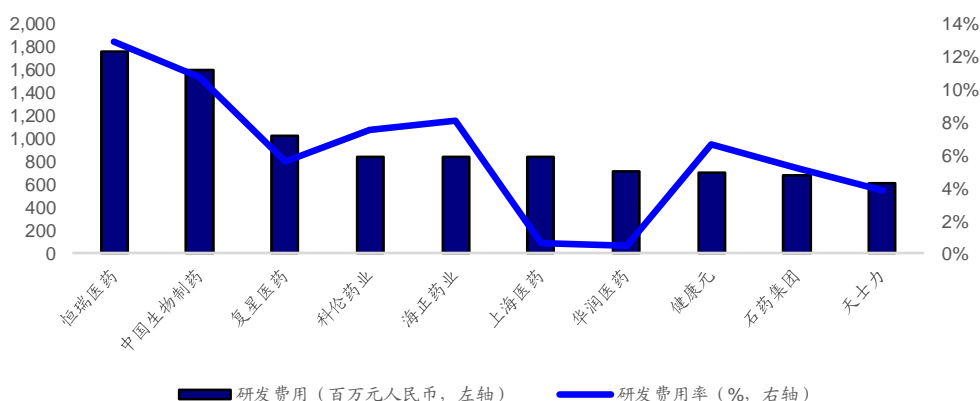
肛肠科用药、镇痛药、骨科用药、呼吸系统用药四个产品线 2017 年分别实现营收 7.63 亿、20.55 亿、12.51 亿、6.57 亿元人民币, 增速分别高达 196.5%、37.5%、24.9%、23.6%。四大产品线猛增得益于艾速平注射液(艾司奥美拉唑)(+1205.5%)、凯纷注射液(氟比洛芬酯)(+31.6%)、氟比洛芬巴布膏(+59.0%)、天晴速乐粉雾剂(噻托溴铵)(+30.7%)等品种的高速增长。2018 年一季度, 以上四个品种收入增速分别高达 187.6%、41.7%、108.0%、25.5%, 有力支撑各自产品线高速增长。

图 10 四大品种助力产品线高速增长


资料来源: 公司定期公告 (2013-2018Q1), 海通证券研究所

4 研发费用位列前茅, 创新战略逐步落地

2017 年公司研发费用 15.95 亿元人民币, 占总营收的 10.8%。综合来看, 公司 2017 年研发费用与研发费用率仅次于恒瑞医药, 位于国内上市医药企业最前列, 处于领军地位。

图 11 2017 年公司研发费用处于国内药企最前列(图为国内上市药企研发投入前十名)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司 2017 年内共提交临床申请 33 件, 申报生产 38 件, 获得临床批件 54 件, 生产批件两件。根据 CDE 数据, 公司现有新药研发项目超过 100 项, 包括 1 类创新药 22 项、生物仿制药 6 项、化药 3 类项目超过 40 项、其余仿制药项目超过 40 项, 其中 1 类新药以抗肿瘤药物为主, 覆盖 ALK、TKI、MEK1/2、PD-L1 等热门靶点, 且重磅抗肿瘤新药安罗替尼于 2018 年 5 月获批上市, 我们预计其将于下半年正式上市销售, 凭借确切的疗效及公司的优秀销售能力, 2018 年销售额有望达 3 亿元人民币。

图 12 公司在研 1 类新药研发管线

临床前	临床 I 期	临床 II/III 期	NDA
TQ-A3326	舒布替尼 (多靶点 TKI, 实体瘤)	安罗替尼 (多种晚期实体瘤)	安罗替尼 (晚期 NSCLC) (2018.5 获批上市)
TQ-A3334	TQ-B3233: MEK1/2 (晚期恶性黑色素瘤)		
TQ-F3083	TQ-B3234: MEK1/2 (恶性肿瘤)		
TQB3455	AL2846: c-MET (晚期恶性肿瘤)		
TQ05105	TQ-B3139: ALK (晚期恶性肿瘤)		
TQ05105	喜诺替康: Topo I		
TQB3616	TQ-B2450: PD-L1		
TQB3456	TQ-B3395 (晚期恶性肿瘤)		
TQ05510	TQ-B3203 (晚期实体瘤)		
TQB3474	TQ-B3525 (复发/难治性淋巴瘤和晚期实体瘤)		大分子
	TQ-B3101 (晚期恶性肿瘤)		小分子

资料来源: CDE, 海通证券研究所

公司 2018Q1 研发投入占比 13.1%, 新增 10 个 1.1 类化学新药获批临床、1 个生产批件 (醋酸加尼瑞克注射液, 首仿) 和 1 个一致性评价申报 (甲磺酸伊马替尼), 同时 5 月 18 日恩替卡韦分散片 (润众) 通过一致性评价。截止 2018 年 3 月底, 公司正在进行临床试验及申报生产的在研品种多达 478 个。

我们持续认为, 多个临床前及 I 期新药形成的研发储备库+多个重磅靶点+创新药研发实力 (安罗替尼为其背书), 公司的创新药管线已达国内一线水平, 我们认为公司未来三年至少有两个以上的 1 类新药或重磅仿制药上市, 有力提升公司的业绩水平与行业竞争力。

5 估值分析与盈利预测

我们采用 DCF 法对公司进行估值，主要假设包括：取公司 Beta (100 周) 历史均值 1.06，无风险利率 3.27%，风险溢价 10.56%，债务利率 4.75%，实际税率 12.92%，对应计算得 WACC 为 10.90%。分两阶段计算现值，2018-2027 年为第一阶段，由于公司目前在研品种近 500 种，其中有多重品种，凭借公司优秀的研发与仿制能力，重磅品种获批希望较大，大部分品种将在 2018-2027 年陆续上市，支撑公司净利润以较高增速增长。公司在过去十年的归母净利润 CAGR 高达 23.3%，未来十年随着大量新品种逐步上市放量，我们预期公司归母净利润 CAGR 将高于过去十年，达到 30% 左右，同时由于新药毛利率较高（创新药毛利率一般在 90% 以上，公司过去十年毛利率在 77%-82% 之间，有一定提升空间），归母净利润率可以从 2017 年的 15% 逐步提高到 2027 年的 20%；其后为永续价值，由于医药行业为长期需求的行业，随着老龄化加快，群众消费水平提高，我们预期医药行业增速将高于行业平均水平，因此假设永续增长率为 3%。

基于以上假设，我们根据 DCF 估值模型测算得公司股权现值 1537 亿元人民币，加上非核心资产（权益性投资、可供出售投资、其他长期投资）价值 21.49 亿元人民币，平衡汇率（港元：人民币=1: 0.86）后合计企业价值 1812 亿港元，合每股 21.50 港元。

表 1 2018-2027 公司核心业务分项收入预测（百万元人民币）

销售额预测	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
肝病用药	6543	7184	8134	9355	10852	12479	14351	16217	17838	19622	21585
心脑血管用药	1525	2914	3312	3753	4279	4920	5560	6116	6728	7401	8141
抗肿瘤用药	1597	2445	4056	7626	11438	17158	24021	31227	39034	48792	60990
镇痛药	723	2274	3305	3966	4799	5759	6853	8291	9783	11349	12937
骨科用药	1251	1545	1900	2324	2789	3347	4016	4739	5450	5995	6595
抗感染用药	847	1193	1559	1993	2492	3065	3616	4159	4574	5032	5535
肠外营养药	703	635	551	488	473	473	478	487	497	507	517
呼吸系统用药	657	1036	1524	2232	3013	3917	5092	6619	8605	10756	13445
肛肠科用药	763	1291	1727	2201	2751	3439	4230	5161	6193	7431	8918
糖尿病用药	108	132	162	198	245	299	365	438	525	630	756
其他	101	899	1349	1754	2175	2653	3237	3884	4661	5593	6711
总销售额	14819	21549	27579	35889	45305	57508	71818	87338	103889	123108	146130
归母净利润率	15%	14%	14%	14%	15%	16%	17%	18%	20%	20%	20%
归母净利润	2171	2996	3854	4963	6796	9201	12209	15721	20778	24622	29226
折旧与摊销	358	411	473	544	625	719	827	951	1094	1258	1447
资本性支出	1460	1519	1579	1643	1708	1777	1848	1921	1998	2078	2161
营运资金变化	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	1068	1889	2748	3865	5713	8144	11189	14751	19873	23801	28511

资料来源：海通证券研究所

表 2 公司 DCF 估值测算 (百万元人民币)

假设	依据	
无风险利率 Rf	3.27%	五年期国债收益率
风险溢价	10.56%	综合考虑公司历史收益、投资风险所得
Beta (公司)	1.06	公司股票 (100 周) 历史均值
Beta (行业)	0.72	港股 Wind 制药加权调整 Beta
债务利率	4.75%	参考公司 2017 年数据
实际税率	12.92%	参考公司 2017 年数据
权益比例	97.64%	参考公司 2017 年数据
		测算资产贴现率=14.46%
		WACC=10.90%

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV	合计
FCFF	1889	2748	3865	5713	8144	11189	14751	19873	23801	28511	360904	481388
PV (FCFF)	1683	2181	2734	3601	4573	5598	6576	7894	8424	8991	101402	153656
公司股权现值	153656											
非核心资产价值	2149											
企业价值合计	155805											
汇率 (港元: 人民币)	0.86											
企业价值合计 (百万港元)	181169											
总股本 (百万股)	8425											
目标价 (港元)	21.50											

资料来源: Wind, 海通证券研究所

泰德并表后, 我们预测公司 2018-2020 年净利润分别为 34.84、44.82、57.71 亿港元 (港元: 人民币=1: 0.86), 同比增长 37.3%、28.7%、28.8%, EPS 分别为 0.41、0.53、0.68 港元, 5 月 23 日收盘价对应 18 年 PEG 为 1.42。参照可比公司估值及 PEG 水平, 考虑创新药管线带来估值溢价, 给予 2018 年 44-49 倍 PE, 对应目标价区间 18.19-20.26 港元, DCF 估值给予目标市值 1812 亿港元, 目标价 21.50 港元, 结合 PE 估值法, 给予公司 6 个月内目标价区间为 18.19-21.50 港元, 维持“增持”评级。

表 3 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (港元)	每股收益 (港元)				市盈率 (倍)				17-20 年净利润增速	PEG 2018E
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
1093.HK	石药集团	23.30	0.45	0.54	0.64	0.78	51	43	36	30	28.26%	1.53
1530.HK	三生制药	20.15	0.37	0.45	0.56	0.67	54	45	36	30	27.06%	1.65
	平均						53	44	36	30		1.59
1177.HK	中国生物制药	18.48	0.30	0.41	0.53	0.68	62	45	35	27	31.52%	1.42

资料来源: Wind (截止 2018.05.23 收盘), 海通证券研究所

6 风险提示

产品面临招标降价压力, 销售不达预期, 新药研发进度不达预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万港元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (港元)					营业总收入	17312.27	25056.63	32068.45	41731.74
每股收益	0.30	0.41	0.53	0.68	营业成本	3610.54	4887.50	6109.38	7331.25
每股净资产	1.28	1.69	2.22	2.91	毛利率%	79.14%	80.49%	80.95%	82.43%
每股经营现金流	0.52	0.88	1.17	1.24	营业税金及附加	633.52	916.91	1173.50	1527.12
每股股利	0.11	0.11	0.11	0.11	营业税金率%	3.66%	3.66%	3.66%	3.66%
价值评估 (倍)					营业费用	6913.41	10273.22	13468.75	17944.65
P/E	61.37	44.69	34.74	26.98	营业费用率%	39.93%	41.00%	42.00%	43.00%
P/B	14.47	10.93	8.32	6.36	管理费用	1152.97	1418.21	1603.42	1877.93
P/S	8.99	6.21	4.86	3.73	管理费用率%	6.66%	5.66%	5.00%	4.50%
EV/EBITDA	28.06	21.08	15.65	11.75	EBIT	5212.53	6819.76	8982.58	11720.09
股息率 (%)	36.53%	26.60%	20.68%	16.06%	财务费用	91.06	142.82	182.79	237.87
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.53%	0.57%	0.57%	0.57%
毛利率	79.14%	80.49%	80.95%	82.43%	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润率	25.99%	23.77%	24.43%	24.48%	投资收益	310.85	501.79	551.97	607.16
净资产收益率	23.58%	24.46%	23.94%	23.56%	营业利润	3350.11	6719.76	8882.58	11620.09
资产回报率	21.31%	20.70%	20.27%	19.87%	营业外收支	465.73	100.00	100.00	100.00
投资回报率	46.84%	48.80%	72.87%	97.58%	利润总额	3815.84	6819.76	8982.58	11720.09
盈利增长 (%)					EBITDA	5592.98	7213.14	9415.30	12196.08
营业收入增长率	9.40%	44.73%	27.98%	30.13%	所得税	713.87	864.78	1147.47	1505.72
EBIT 增长率	39.25%	30.83%	31.71%	30.48%	有效所得税率%	18.71%	12.68%	12.77%	12.85%
净利润增长率	41.10%	32.37%	31.57%	30.37%	少数股东损益	1732.00	2471.32	3353.43	4443.25
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2537.00	3483.66	4481.68	5771.12
资产负债率	39.76%	37.19%	35.63%	34.31%	扣除非经常性损益净利润	2071.27	3383.66	4381.68	5671.12
流动比率	2.42	2.65	2.87	3.05	资产负债表 (百万港元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	2.26	2.45	2.72	2.88	货币资金	4892.69	11901.90	20600.74	29844.89
现金比率	0.90	1.51	1.93	2.12	应收款项	6633.35	8148.73	8788.37	11118.66
经营效率指标					存货	1073.39	1754.16	1780.27	2461.05
应收帐款周转天数	65.21	67.13	59.73	66.28	其它流动资产	3498.85	1102.48	1102.48	1102.48
存货周转天数	108.51	131.00	106.36	122.53	流动资产合计	16098.27	22907.27	32271.87	44527.09
总资产周转率	70.79%	76.07%	72.38%	70.77%	长期股权投资	3092.79	3402.07	3742.27	4116.50
固定资产周转率	425.44%	410.51%	375.27%	348.83%	固定资产	4069.22	6103.83	8545.36	11963.51
					在建工程	12829.31	13470.78	14144.32	14851.53
					无形资产	1282.17	2959.48	2773.12	2586.75
					非流动资产合计	8358.90	10030.68	12036.82	14444.18
现金流量表 (百万港元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	24457.17	32937.96	44308.69	58971.27
净利润	2537.00	3483.66	4481.68	5771.12	交易及票据应收款	1084.82	1193.30	1312.63	1443.90
折旧摊销	380.46	411.27	472.96	543.90	应付税项	341.82	376.00	413.60	454.96
营运资金变动	655.03	-5690.42	1001.63	-196.63	其他应收款及预提费用	4352.74	4788.01	5266.81	5793.49
经营活动现金流	4360.42	6511.29	8662.16	9188.14	付息银行借款	866.01	6336.93	7978.21	10111.87
固定资产投资	1230.38	1476.45	1771.74	2126.09	流动负债合计	6645.39	8639.00	11230.70	14599.91
无形资产投资	58.69	70.43	84.51	101.42	长期借款	2248.80	2698.56	3238.27	3885.93
资本支出	1705.82	217.87	229.22	217.65	其它长期负债	621.00	800.00	1000.00	1200.00
投资活动现金流	2311.83	2774.19	3329.03	3994.84	非流动负债合计	3079.25	3611.44	4555.37	5634.36
债务变化	805.15	966.18	1159.42	1391.31	负债总计	9724.64	12250.44	15786.07	20234.28
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	8425.19	8425.19	8425.19	8425.19
融资活动现金流	1572.65	1887.18	2264.61	2717.53	普通股股东权益	10757.94	14241.60	18723.28	24494.40
现金净流量	7991.84	11172.66	14255.81	15900.52	少数股东权益	3974.60	6445.91	9799.34	14242.59
公司自由现金流	3253.85	3904.62	4685.54	5622.65	负债和所有者权益合计	24457.17	32937.96	44308.69	58971.27
股权自由现金流	4059.00	4870.80	5844.96	7013.95					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 23 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：泰格医药、益丰药房、片仔癀、爱尔眼科、济川药业、我武生物、通化东宝、京新药业、国药股份、华海药业、通策医疗、中国生物制药、石药集团等

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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，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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。