

业绩超市场预期, EV71 疫苗放量高增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年业绩快报, 实现营业收入 12.69 亿元 (+47.80%)、归母净利润 4.23 亿元 (+69.09%)。
- **业绩明显超预期, 估计增量主要来自 EV71 疫苗。** 公司三季报预告全年净利润为 3.28-3.83 亿元, 同比增长 31-53%。实际净利润比预告上限要高 4000 万元左右, 估计主要来自于 EV71 疫苗放量超预期。分业务来看: 1) 化工业务基本稳定, 2014-2015 年净利润均在 8000-9000 万左右, 结合三季报估计全年也在 9000 万左右。2) 医药业务的净利润估计在 3.3 亿左右, 超过借壳上市承诺的 3 亿净利润。结合公司半年报数据和 PDB 数据, 估计鼠神经生长因子的增速在 20%左右, 干扰素基本持平。最大的增量来自 EV71 疫苗, 估计销量不低于 100 万份, 未来 3 年内迎来快速成长期。
- **重磅品种 EV71 疫苗市场空间大, 科兴生物私有化是大概率事件。** 手足口病在我国被列为法定报告的丙类传染病, 2008-2015 年期间共报告约 1380 万例, 平均年发病率为 147/10 万, 死亡 3300 多人, 严重威胁儿童健康。EV71 病毒(肠道病毒 71 型)是手足口病的主要病因之一。在手足口病患者中, EV71 病毒阳性的比例是 44%排名第一, 在重症和死亡病例中的占比更是分别高达 74%和 93%。因此接种 EV71 疫苗有助于控制手足口病传播。公司参股子公司科兴生物(持股比例 26.91%)的 EV71 疫苗于 2016 年 5 月份开始上市销售。CDC 建议在 6-12 个月内完成接种, 每人 2 剂次, 间隔 1 个月。对标水痘, 手足口病情更加严重, 死亡人数更多, 对儿童威胁更大, 估计 EV71 疫苗的市场需求不低于水痘疫苗。水痘疫苗已上市超过 10 年, 年批签发量为 1500-2000 万人份, 估计 EV71 疫苗的销量峰值不低于 2000 万人份。如科兴生物市占率达到 40%, 峰值销量或不低于 800 万人份, 参照 188 元的中标价, 终端销售峰值预计有望达到 14 亿, 出厂销售收入预计超过 10 亿。且公司已提交科兴生物私有化方案, 如能顺利私有化回归, 或将显著增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.64 元、0.79 元、0.92 元, 对应 PE 分别为 36 倍、29 倍、25 倍, 考虑到 EV71 疫苗放量带来的业绩高增长和科兴生物私有化的催化剂, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** EV71 疫苗销售或低于预期的风险; 科兴生物私有化或低于预期的风险; 鼠神经生长因子销售或低于预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	858.29	1274.66	1478.39	1649.50
增长率	168.94%	48.51%	15.98%	11.57%
归属母公司净利润(百万元)	250.25	423.58	520.98	606.26
增长率	207.14%	69.26%	22.99%	16.37%
每股收益 EPS(元)	0.38	0.64	0.79	0.92
净资产收益率 ROE	11.21%	15.96%	16.41%	16.04%
PE	61	36	29	25
PB	7.16	6.02	5.03	4.23

数据来源: Wind, 西南证券

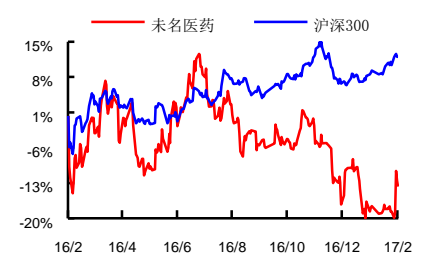
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
 执业证号: S1250516100001
 电话: 023-67909731
 邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 周平
 电话: 023-67791327
 邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.60
流通 A 股(亿股)	2.84
52 周内股价区间(元)	21.59-30.34
总市值(亿元)	153.59
总资产(亿元)	24.91
每股净资产(元)	3.52

相关研究

关键假设：

假设 1：公司鼠神经生长因子毛利率维持稳定，2016-2018 年期间毛利率维持在 94%；

假设 2：公司三费率无明显变化；

假设 3：EV71 疫苗上市后处于高速放量阶段，2016-2018 年销量分别为 100 万、300 万、500 万份，给公司带来的投资收益分别为 2000 万、6000 万、8000 万。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
鼠神经生长因子	收入	675.0	809.9	971.9	1117.7
	增速	24%	20%	20%	15%
	毛利率	93%	94%	94%	94%
干扰素	收入	90.2	94.7	99.5	104.4
	增速	23%	5%	5%	5%
	毛利率	53%	50%	50%	50%
化工	收入	93.1	370.0	407.0	427.4
	增速			10%	5%
	毛利率	42%	45%	45%	45%
合计	收入	858.3	1274.7	1478.4	1649.5
	增速	15%	48.51%	15.98%	11.57%
	毛利率	83%	77%	78%	79%

数据来源：公司公告，西南证券（注：化工业务由于反向收购的原因，2015 年仅合并第四季度）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	858.29	1274.66	1478.39	1649.50	净利润	240.30	407.29	500.94	582.94
营业成本	142.41	299.46	331.90	354.32	折旧与摊销	43.60	91.07	95.09	99.47
营业税金及附加	4.01	8.79	9.65	10.46	财务费用	8.47	-15.46	-8.57	-7.91
销售费用	347.40	446.13	510.04	569.08	资产减值损失	7.90	10.00	10.00	10.00
管理费用	85.28	95.60	110.88	123.71	经营营运资本变动	-330.25	-46.08	-108.08	-80.66
财务费用	8.47	-15.46	-8.57	-7.91	其他	167.70	-41.47	-69.75	-89.88
资产减值损失	7.90	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	137.73	405.34	419.63	513.97
投资收益	13.27	30.00	60.00	80.00	资本支出	-506.56	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1004.11	30.00	60.00	80.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	497.55	-50.00	-20.00	0.00
营业利润	276.09	460.14	574.49	669.84	短期借款	109.00	-9.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.87	8.00	8.00	8.00	长期借款	0.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	281.96	468.14	582.49	677.84	股权融资	1008.61	0.00	0.00	0.00
所得税	41.66	60.86	81.55	94.90	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	240.30	407.29	500.94	582.94	其他	-1250.38	11.81	8.57	7.91
少数股东损益	-9.95	-16.29	-20.04	-23.32	筹资活动现金流净额	-131.82	2.81	8.57	7.91
归属母公司股东净利润	250.25	423.58	520.98	606.26	现金流量净额	503.40	358.16	408.20	521.88
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	873.72	1231.87	1640.07	2161.95	成长能力				
应收和预付款项	480.85	517.14	637.84	732.61	销售收入增长率	168.94%	48.51%	15.98%	11.57%
存货	62.17	106.74	128.82	133.74	营业利润增长率	192.82%	66.66%	24.85%	16.60%
其他流动资产	3.36	3.75	4.83	5.21	净利润增长率	194.93%	69.49%	22.99%	16.37%
长期股权投资	212.50	212.50	212.50	212.50	EBITDA 增长率	237.81%	63.26%	23.38%	15.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	474.26	447.54	416.81	381.70	毛利率	83.41%	76.51%	77.55%	78.52%
无形资产和开发支出	292.04	308.13	324.22	340.31	三费率	51.40%	41.29%	41.42%	41.52%
其他非流动资产	16.88	16.44	16.00	15.56	净利率	28.00%	31.95%	33.88%	35.34%
资产总计	2415.77	2844.12	3381.09	3983.57	ROE	11.21%	15.96%	16.41%	16.04%
短期借款	109.00	100.00	100.00	100.00	ROA	9.95%	14.32%	14.82%	14.63%
应付和预收款项	89.24	121.19	146.95	159.97	ROIC	30.89%	30.13%	35.27%	38.57%
长期借款	0.95	0.95	0.95	0.95	EBITDA/销售收入	38.24%	42.03%	44.71%	46.16%
其他负债	72.73	70.85	81.11	87.63	营运能力				
负债合计	271.92	292.98	329.01	348.55	总资产周转率	0.54	0.48	0.47	0.45
股本	229.15	659.74	659.74	659.74	固定资产周转率	2.87	2.99	3.79	4.67
资本公积	1354.71	924.12	924.12	924.12	应收账款周转率	5.04	4.22	4.37	4.05
留存收益	500.92	924.49	1445.47	2051.73	存货周转率	2.92	3.46	2.78	2.66
归属母公司股东权益	2084.77	2508.35	3029.33	3635.59	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.05%	—	—	—
少数股东权益	59.08	42.79	22.75	-0.57	资本结构				
股东权益合计	2143.85	2551.14	3052.08	3635.02	资产负债率	11.26%	10.30%	9.73%	8.75%
负债和股东权益合计	2415.77	2844.12	3381.09	3983.57	带息债务/总负债	40.43%	34.46%	30.68%	28.96%
					流动比率	6.04	7.26	8.25	9.73
					速动比率	5.77	6.84	7.81	9.30
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.38	0.64	0.79	0.92
					每股净资产	3.25	3.87	4.63	5.51
					每股经营现金	0.21	0.61	0.64	0.78
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	328.17	535.75	661.01	761.40					
PE	61.37	36.26	29.48	25.33					
PB	7.16	6.02	5.03	4.23					
PS	17.89	12.05	10.39	9.31					
EV/EBITDA	13.90	26.53	20.89	17.45					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn