



外延+内生打造综合性医药集团 高强度研发保障可持续增长

投资要点

- **事件:** 公司公告称拟公开发行不超过 70 亿元债券, 期限不超过 7 年, 扣除发行费用后用于补充公司营运资金和偿还债务本息。
- **外延并购+内部经营管理能力提升打造综合性医药集团。** 通过此次债券发行, 公司可以获得流动资金并降低融资成本, 优化资本结构, 为公司长期的外延并购成长提供充足的现金。公司是全国领先的综合性医药集团, 通过医药全产业链布局, 能够充分享受我国医药行业增长带来的行业红利, 长期发展战略为外延并扩业务+内生管理提规模。公司围绕药品、医疗器械、医疗服务三大板块选择潜力和规模企业并购, 从而迅速扩充产品线; 完成收购后, 公司对器械企业的研发、生产、销售和服务等环节进行整合, 通过内部经营和管理能力提升持续提升盈利能力和扩大规模。尤其是考虑到 2015-2016 年期间, 公司无大规模并购但仍能保持快速增长, 剔除并表贡献后收入增速仍然分别达到 15.07% 和 16.15%, 内生增长动力十分强劲, 可见内部经营管理效率有明显提升。
- **高强度研发投入, 创新产品逐步进入收获期。** 公司高度重视研发投入, 通过持续创新打造未来业绩增长的核心动力。从投入力度来看, 2016 年研发投入 (含资本化投入) 达 11 亿, 同比增速高达 33%, 占营业收入的比例达到 7.6%; 药品板块研发投入 9.6 亿, 同比增长 38%, 占药品板块营业收入的比例超过 9%, 远超医药行业平均水平。从投入项目来看, 公司抓住全球医药产业的前沿领域, 如打造全国领先的生物类似药研发平台、与全球细胞免疫治疗先锋 Kite 合作打造免疫治疗产业平台。从研发产出来看, 公司共有 173 个在研项目, 6 个申报临床、22 个开展临床、42 个申报上市, 为后续业绩持续增长提供保障。值得注意的是公司单抗研发能力强, 在国内处于领先地位, 6 个单抗进入临床阶段, 其中重磅品种重组人鼠嵌合抗 CD20 单抗和重组抗 HER2 人源化单抗已进入临床 III 期, 有望率先获批上市。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.37 元、1.61 元、1.88 元, 对应 PE 分别为 21 倍、18 倍、15 倍, 考虑到公司内生+外延扩张推动业绩持续增长, 在研重磅产品众多上市后有望显著增厚业绩, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。给予 2017 年 25 倍 PE, 对应目标价为 34.25 元。
- **风险提示:** 药品招标降价的风险、药品研发进度或低于预期的风险、外延并购进度或低于预期的风险。

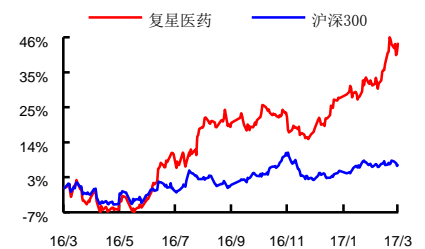
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	14628.82	17324.29	20470.55	24005.91
增长率	16.02%	18.43%	18.16%	17.27%
归属母公司净利润 (百万元)	2805.84	3314.65	3888.54	4541.64
增长率	14.05%	18.13%	17.31%	16.80%
每股收益 EPS (元)	1.16	1.37	1.61	1.88
净资产收益率 ROE	12.76%	13.90%	14.47%	14.94%
PE	24	21	18	15
PB	2.70	2.49	2.21	1.95

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
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)	24.14
流通 A 股(亿股)	19.09
52 周内股价区间(元)	18.47-28.54
总市值(亿元)	681.36
总资产(亿元)	437.68
每股净资产(元)	9.19

相关研究

关键假设：

假设 1：药品板块由于高毛利产品占比增加和运营改善致毛利率逐步提升，2017-2019 年毛利率分别为 61%、61%、62%；

假设 2：医疗服务板块由于规模效应和运营改善致毛利率逐步提升，2017-2019 年毛利率分别为 27%、28%、29%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 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		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	14628.8	17324.3	20470.6	24005.9
	增速	16%	18%	18%	17%
	毛利率	54%	55%	55%	55%
医学诊断与医疗器械	收入	2663.9	3329.9	3995.9	4795.0
	增速	18%	25%	20%	20%
	毛利率	50%	50%	50%	50%
医疗服务	收入	1677.6	2097.0	2621.2	3145.4
	增速	22%	25%	25%	20%
	毛利率	26%	27%	28%	29%
药品制造与研发	收入	10259.5	11897.5	13853.5	16065.4
	增速	15%	16%	16%	16%
	毛利率	60%	61%	61%	62%
药品-心血管系统	收入	1200.2	1680.3	2268.4	2948.9
	增速	42%	40%	35%	30%
药品-中枢神经系统	收入	1075.9	1398.6	1818.2	2272.7
	增速	36%	30%	30%	25%
药品-血液系统	收入	357.1	392.8	432.1	475.3
	增速	10%	10%	10%	10%
药品-代谢消化系统	收入	1867.2	2128.6	2405.3	2693.9
	增速	14%	14%	13%	12%
药品-抗感染	收入	1862.6	2142.0	2463.3	2832.8
	增速	17%	15%	15%	15%
药品-抗肿瘤	收入	304.6	395.9	514.7	669.1
	增速	35%	30%	30%	30%
药品-原料药及中间体	收入	1114.7	1281.9	1474.1	1695.3
	增速	18%	15%	15%	15%
药品-其他药品	收入	2477.4	2477.4	2477.4	2477.4
	增速	0%	0%	0%	0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	14628.82	17324.29	20470.55	24005.91	净利润	3221.34	3805.50	4464.38	5214.20
营业成本	6718.36	7835.73	9288.05	10735.64	折旧与摊销	739.23	1206.20	1302.15	1381.00
营业税金及附加	152.54	160.05	194.53	229.71	财务费用	400.94	392.55	398.21	370.73
销售费用	3704.06	4331.07	5015.29	5881.45	资产减值损失	79.35	80.00	80.00	80.00
管理费用	2311.86	2685.27	3070.58	3600.89	经营营运资本变动	378.37	-130.10	-164.98	-94.75
财务费用	400.94	392.55	398.21	370.73	其他	-2709.19	-2395.04	-2542.58	-2691.71
资产减值损失	79.35	80.00	80.00	80.00	经营活动现金流净额	2110.04	2959.12	3537.19	4259.47
投资收益	2125.40	2300.00	2450.00	2600.00	资本支出	-1358.83	-1300.00	-1000.00	-700.00
公允价值变动损益	12.30	12.30	12.30	12.30	其他	-1088.26	2133.09	2446.06	2650.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2447.10	833.09	1446.06	1950.84
营业利润	3399.42	4151.93	4886.19	5719.79	短期借款	-1645.50	-26.21	0.00	0.00
其他非经营损益	172.13	172.13	172.13	172.13	长期借款	506.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	3571.55	4324.06	5058.33	5891.93	股权融资	1898.15	0.00	0.00	0.00
所得税	350.21	518.56	593.95	677.73	支付股利	-740.50	-844.58	-997.73	-1170.48
净利润	3221.34	3805.50	4464.38	5214.20	其他	1427.17	-3046.34	-398.21	-370.73
少数股东损益	415.50	490.85	575.84	672.55	筹资活动现金流净额	1446.03	-3917.13	-1395.94	-1541.21
归属母公司股东净利润	2805.84	3314.65	3888.54	4541.64	现金流量净额	1189.44	-124.92	3587.31	4669.10
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5996.03	5871.11	9458.42	14127.52	成长能力				
应收和预付款项	2891.96	3401.23	4032.27	4720.39	销售收入增长率	16.02%	18.43%	18.16%	17.27%
存货	1670.74	1994.73	2365.83	2749.85	营业利润增长率	3.10%	22.14%	17.68%	17.06%
其他流动资产	205.58	215.64	254.03	287.40	净利润增长率	12.22%	18.13%	17.31%	16.80%
长期股权投资	16175.57	16175.57	16175.57	16175.57	EBITDA 增长率	3.06%	26.68%	14.54%	13.44%
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	6299.90	6470.75	6345.65	5841.70	毛利率	54.07%	54.77%	54.63%	55.28%
无形资产和开发支出	7123.67	7048.70	6873.72	6698.74	三费率	43.86%	42.77%	41.45%	41.04%
其他非流动资产	3404.34	3586.39	3598.92	3558.85	净利率	22.02%	21.97%	21.81%	21.72%
资产总计	43767.79	44764.12	49104.40	54160.02	ROE	12.76%	13.90%	14.47%	14.94%
短期借款	3826.21	3800.00	3800.00	3800.00	ROA	7.36%	8.50%	9.09%	9.63%
应付和预收款项	2457.52	2801.67	3372.07	3897.00	ROIC	29.11%	31.79%	36.10%	41.80%
长期借款	2182.91	2182.91	2182.91	2182.91	EBITDA/销售收入	31.03%	33.19%	32.18%	31.12%
其他负债	10050.83	8597.90	8901.14	9388.10	营运能力				
负债合计	18517.46	17382.48	18256.11	19268.01	总资产周转率	0.36	0.39	0.44	0.46
股本	2414.51	2414.51	2414.51	2414.51	固定资产周转率	2.96	3.29	3.79	4.56
资本公积	7857.57	7857.57	7857.57	7857.57	应收账款周转率	7.90	8.09	8.06	8.03
留存收益	11115.34	13585.41	16476.22	19847.39	存货周转率	3.88	4.11	4.12	4.08
归属母公司股东权益	22190.22	23830.67	26721.48	30092.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.13%	—	—	—
少数股东权益	3060.11	3550.96	4126.80	4799.35	资本结构				
股东权益合计	25250.33	27381.64	30848.29	34892.01	资产负债率	42.31%	38.83%	37.18%	35.58%
负债和股东权益合计	43767.79	44764.12	49104.40	54160.02	带息债务/总负债	50.75%	53.91%	51.33%	48.63%
					流动比率	1.06	1.28	1.64	2.02
					速动比率	0.90	1.06	1.40	1.76
					股利支付率	26.39%	25.48%	25.66%	25.77%
					每股指标				
					每股收益	1.16	1.37	1.61	1.88
					每股净资产	10.46	11.34	12.78	14.45
					每股经营现金	0.87	1.23	1.46	1.76
					每股股利	0.31	0.35	0.41	0.48
业绩和估值指标									
EBITDA	4539.59	5750.68	6586.56	7471.53					
PE	24.28	20.56	17.52	15.00					
PB	2.70	2.49	2.21	1.95					
PS	4.66	3.93	3.33	2.84					
EV/EBITDA	15.40	11.83	9.78	8.00					
股息率	1.09%	1.24%	1.46%	1.72%					

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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn