

2017年04月10日

未名医药 (002581.SZ)

私有化科兴隐含较大期权价值被低估，拥有重磅潜力疫苗品种存在较大预期差

■看好参股子公司科兴生物 EV71 疫苗较大潜力：近一年来，我国疫苗领域迎来多个重磅品种诞生，带动疫苗行业扩容，我国疫苗行业有望迎来发展的黄金期。参股子公司科兴生物的重磅品种 EV71 疫苗用于儿童手足口病的预防，获批半年即快速放量，未来有望享受百亿利润级别的庞大市场，为公司带来巨大的利润回报。我们推荐未名医药的核心逻辑之一，就是看好科兴生物的重磅品种-EV71 疫苗的巨大潜力。

■鼠神经生长因子业务存在较大预期差：公司重组之初，即做出了为期3年的业绩承诺，由于2017年是承诺期的最后一年，市场担心2018年开始，北大之路业绩将会出现下滑。但据我们了解、预计和判断，鼠神经生长因子虽然作为辅助用药，但拥有一定的刚需属性，与其他同类公司不同，北大之路具有极强销售能力，预计未来3年，鼠神经生长因子仍然能够保持15%~20%的较快增长，不会成为公司的拖累。

■公司具有较高安全边际，科兴控股 (SVA) 私有化隐含巨大期权价值：首先，不考虑科兴生物私有化并注入后带来的巨大业绩增厚预期，我们预计，公司2017~2019年净利润分别为5.6亿元/6.9亿元，当前股价对应2017/2018年估值分别为30/24倍，相比其他疫苗公司平均60倍以上的估值水平，显著被低估。

其次，我们预计，科兴生物2017/2018年净利润分别为3.9亿和5.4亿元，假如余下73.09%的股权顺利注入上市公司，则对应净利润部分分别为2.85亿和3.95亿元，我们预计，这部分股权注入上市公司的作价低于40亿元（私有化成本预计28亿元左右），则对应2017/2018年估值仅14/10倍，极大增厚公司利润，且有利于大幅提升公司的估值水平（疫苗企业一级市场的并购PE通常都不低于50倍）。

考虑私有化后的备考利润，假设私有化成本为40亿元，则2017~2018年备考净利润分别为8.45/10.85亿元，当前市值为169亿元，增加40亿市值后，对应2017~2018年估值分别为25/19倍，且2018年，科兴生物贡献净利润占比达到50%，且后续疫苗业务还将保持快速增长，公司将完全转变为以疫苗业务为主的公司，理应享受疫苗行业的高估值。

科兴控股 (SVA) 的私有化工作正在顺利推进之中，预计2017年年底

公司深度分析

证券研究报告

生物医药

投资评级 **买入-A**
维持评级

12个月目标价：**34元**
股价 (2017-04-10) **25.60元**

交易数据

总市值 (百万元)	16,889.23
流通市值 (百万元)	7,273.92
总股本 (百万股)	659.74
流通股本 (百万股)	284.14
12个月价格区间	21.59/30.34元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.84	0.95	-9.73
绝对收益	9.17	5.31	-9.72

周小刚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040001
zhouxg@essence.com.cn

徐嘉辰

报告联系人

xujc1@essence.com.cn
010-83321076

相关报告

未名医药：业绩增速稳定，科兴回归预期不减	2016-08-14
未名医药：北大系医药战，舰扬帆起航	2016-07-01

前有望取得实质性进展。考虑到私有化完成后备考利润，2018 年，疫苗业务净利润贡献占比有望达到 50%，且后续疫苗业务还将保持快速增长，公司将完全转变为以疫苗业务为主的公司，理应享受疫苗行业的高估值。

■**投资建议：**我们预计公司 2016 年-18 年的收入增速分别为 47.80%、27.32%、17.43%；EPS 分别为 0.64、0.85、1.05 元，当前股价对应估值分别为 40X、30X、25X。维持买入-A 的投资评级，未来 12 个月目标价为 34.00 元。

■**风险提示：**恩经复收入增速不达预期；EV71 疫苗销售不及预期；北京科兴传统疫苗业绩不确定性较大；科兴生物私有化进程慢于预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	319.1	858.3	1,268.5	1,615.0	1,896.6
净利润	81.5	250.3	423.1	558.0	689.8
每股收益(元)	0.12	0.38	0.64	0.85	1.05
每股净资产(元)	1.14	3.16	3.80	4.65	5.69
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	207.3	67.5	39.9	30.3	24.5
市净率(倍)	22.5	8.1	6.7	5.5	4.5
净利润率	25.5%	29.2%	33.4%	34.6%	36.4%
净资产收益率	10.9%	11.2%	16.5%	18.6%	18.9%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	26.8%	82.3%	31.0%	40.7%	34.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 投资逻辑	5
1.1. 疫苗领域诞生多个重磅品种，看好参股子公司科兴生物 EV71 疫苗巨大潜力	5
1.2. EV71 疫苗潜力巨大，理论上净利润容量高达 100 亿级	5
1.3. 厦门北大之路业务存在巨大预期差	5
1.4. 公司具有较高安全边际，私有化科兴控股（SVA）隐含巨大期权价值	5
2. 公司概况及股权结构	6
3. 北大未名集团旗下的医药资源整合平台	7
4. 核心业务稳健发展，利润增速逐年攀升	7
5. 鼠神经生长因子维持高增速，奠定公司安全边际	9
5.1. 鼠神经生长因子的作用机理及临床应用	9
5.2. 鼠神经生长因子的临床优势	10
5.3. 鼠神经生长因子的竞争格局	13
5.4. 恩经复具备广阔的市场拓展空间	14
6. 北京科兴，重磅疫苗获批有望带动业绩井喷	15
6.1. 手足口病传染性极强、预防刻不容缓，EV71 疫苗上市具有里程碑意义	17
6.2. EV71 疫苗上市将大幅提升公司业绩弹性	19
7. 天津未名：战略调整完成后，今年有望实现扭亏为盈贡献利润	21
8. 外延并购打造综合医药平台	23
8.1. 安徽未名有望成为国内最大的单抗生产基地，实现盈利后将注入上市公司	23
8.2. 江苏未名-打造国内最大的胰岛素原料药生产基地	24
8.3. 科兴控股（股票代码：“SVA”）私有化	24
8.3.1. 私有化进程一波三折	24
8.3.2. 公司与 SVA 的历史渊源	26
8.3.3. 公司对 SVA 核心资产北京科兴拥有绝对控制权	27
8.3.4. 事件发展展望	27
9. 盈利预测与投资评级	27
9.1. 现有业务稳定，成长空间巨大	27
9.2. 关键假设	28
9.3. 盈利预测与投资评级	28
10. 风险提示	29

图表目录

图 1：股权结构示意图	6
图 2：公司近年来业绩情况一览（万昌+未名合并口径）	7
图 3：万昌科技业务发展相对稳健	8
图 4：2016H1 公司收入结构	8
图 5：2016H1 公司毛利结构	8
图 6：恩经复作用机理	9
图 7：中国期刊全文数据库中鼠神经生长因子相关文献涉及病种	10

图 8: 调出医保目录对奥拉西坦销售增速影响甚微.....	13
图 9: 鼠神经生长因子样本医院销售额.....	14
图 10: 鼠神经生长因子样本医院市场份额.....	14
图 11: 北京科兴股权结构示意图.....	15
图 12: 2016 年前三季度科兴生物的收入结构.....	17
图 13: 手足口病疫情爆发主要集中在亚太地区.....	17
图 14: EV71 毒株各基因型/亚型流行的地理和年代分布.....	17
图 15: 历年全国手足口病疫情概况.....	18
图 16: 各省 3 岁及以下儿童发病率情况.....	18
图 17: 手足病例中各病毒引发疾病的比例.....	19
图 18: EV71 病毒在不同症状病例中的病原体比例.....	19
图 19: 我国历年新生儿数量.....	20
图 20: 天津未名历年收入情况.....	22
图 21: 近年干扰素样本医院规模以及增速情况.....	23
图 22: 2016 年干扰素样本医院的竞争格局.....	23
图 23: SVA 近年业绩情况.....	24
图 24: 北京科兴与两大买方团关系示意图.....	27
表 1: 鼠神经生长因子适应症.....	10
表 2: 神经损伤常用药物对比.....	11
表 3: 某三甲医院鼠神经生长因子分科室使用情况.....	12
表 4: 不同品牌鼠神经生长因子产品对比.....	13
表 5: 鼠神经生长因子遭受降价压力.....	14
表 6: 不同品牌鼠神经生长因子重点城市样本医院销售占比.....	15
表 7: 北京科兴发展历程.....	16
表 8: 北京科兴历年主要产品的批签发数据.....	16
表 9: 上市 EV71 疫苗产品对比.....	19
表 10: 昆明所与北京科兴的 EV71 疫苗详细对比.....	20
表 11: 公司 EV71 疫苗盈利预测.....	21
表 12: 重组干扰素 α 2b 喷雾剂治疗手足口病疗效研究.....	22
表 13: 科兴控股私有化重要节点一览.....	26
表 14: 未名医药未来三年盈利预测.....	28
表 15: 可比公司估值一览.....	28

1. 投资逻辑

1.1. 疫苗领域诞生多个重磅品种，看好参股子公司科兴生物 EV71 疫苗巨大潜力

疫苗行业是我们非常看好的医药子行业，首先，2016 年 3 月山东疫苗事件爆发后，造成了 2016 年成为疫苗行业的经营低点，从而为 2017 年疫苗行业恢复性高增长奠定基础；其次，2016~2017 年，我国疫苗领域有望迎来多个重磅品种诞生，GSK 的 HPV 疫苗、辉瑞的 13 价肺炎结合疫苗已经上市，默沙东的 HPV 疫苗和五价轮状病毒疫苗也有望于今年上市，国内企业方面，智飞生物的 AC-hib 疫苗、科兴生物、昆明所和武汉所三家企业的肠道病毒 EV-71 疫苗（手足口病疫苗）已经上市，我国疫苗行业迎来最好时候。

与药品不同，疫苗由于其防疫性接种人群基数庞大，一个重磅品种望望已上市就能够在短期内迅速放量，为公司带来巨大收入和净利润，不需要像药品那样往往经过多年培育才能够做大。例如，智飞生物的 AC-hib 疫苗 2014 年上市，2015 年销售收入即达到 2.3 亿元（净利润率超过 50%），如果不是 2016 年 3 月爆发山东疫苗事件，预计 2016 年 AC-hib 收入将达到 8 亿元。而科兴生物的 EV-71 疫苗 2016 年 6 月才上市销售，半年时间即取得收入 2.5 亿元（净利润率 60% 以上），预计 2017 年收入有望突破 6.3 亿元。由此可见，疫苗重磅品种一旦上市，其短期能够带来巨大利润贡献，我们推荐未名医药的核心逻辑之一，就是看好其子公司科兴生物的重磅品种 EV71 疫苗的巨大潜力。

1.2. EV71 疫苗潜力巨大，理论上净利润容量高达 100 亿级

EV71 疫苗接种对象理论上还有 5000 万存量，2 支为 1 人份，理论上极限需求量高达 1 亿支，每年新生儿对应的增量市场理论上还有 3600 万支，按照每支净利润 110 元左右，则 1 亿支对应的净利润高达 110 亿元。而市场上目前仅有科兴生物、昆明所、武汉所 3 家企业生产，且昆明所具有产能瓶颈，我们预计，中短期内，不会有新生产企业，因此，我们预计，科兴生物将能够分享到巨大的利润空间。

1.3. 厦门北大之路业务存在巨大预期差

在公司重组之初，北大之路实施了为期 3 年的业绩承诺，2017 年是其承诺期最后一年，市场担心 2018 年开始，北大之路业绩将会出现下滑，但我们了解、预计和判断，鼠神经生长因子虽然作为辅助用药，但拥有一定的刚需属性，与其他同类公司不同，北大之路具有极强销售能力，预计未来 3 年，鼠神经生长因子仍然能够保持 15%~20% 的较快增长，不会成为公司的拖累，而公司最大看点，是来自科兴生物。

1.4. 公司具有较高安全边际，私有化科兴控股（SVA）隐含巨大期权价值

首先，不考虑科兴生物私有化并注入后带来的巨大业绩增厚预期，我们预计，公司 2017~2019 年净利润分别为 5.6 亿元/6.9 亿元，当前股价对应 2017/2018 年估值分别为 30/24 倍，相比其他疫苗公司平均 60 倍以上的估值水平，显著被低估，股价处于相对底部。

其次，我们预计，科兴生物 2017/2018 年净利润分别为 3.9 亿和 5.4 亿元，假如私有化其 73.09% 的股权顺利进行，则对应净利润部分分别为 2.85 亿和 3.95 亿元，我们预计，这部分股权注入上市公司的作价低于 40 亿元（私有化成本预计 28 亿元左右），则对应 2017/2018 年估值仅 14/10 倍，极大增厚公司利润，且有利于大幅提升公司的估值水平（疫苗企业一级市场的并购 PE 通常都不低于 50 倍）。

考虑私有化后的备考利润，假设私有化成本为 40 亿元，则 2017~2018 年备考净利润分别为

8.45/10.85 亿元，当前市值为 169 亿元，增加 40 亿市值后，对应 2017~2018 年估值分别为 25/19 倍，且 2018 年，科兴生物贡献净利润占比达到 50%，且后续疫苗业务还将保持快速增长，公司将完全转变为以疫苗业务为主的公司，理应享受疫苗行业的高估值。

私有化进程方面，我们预计 2017 年年底有望取得实质性进展。

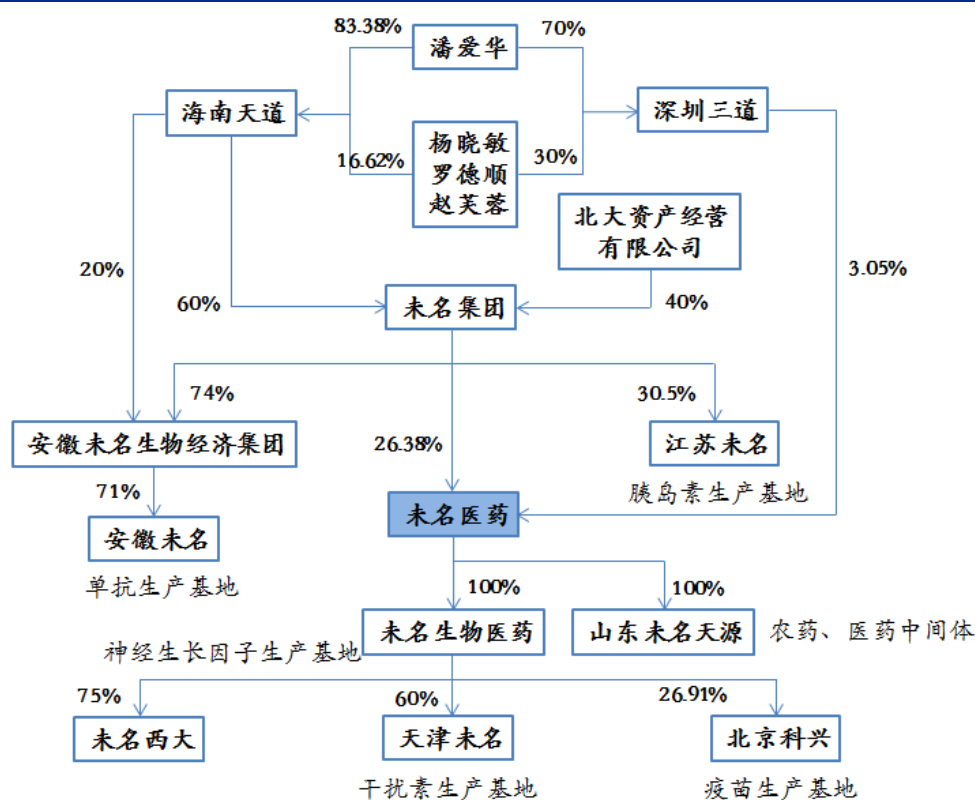
2. 公司概况及股权结构

未名生物医药有限公司（原厦门北大之路生物工程有限公司）成立于 1998 年 12 月，是北京大学和厦门市政府在生物科技领域合作的结晶，是北京大学下属产业集团之一的未名集团旗下生物制药领域的核心企业。公司正在依托北大资源平台，创建新药高效研发体系，致力于神经生长因子系列产品、细胞因子药物、多肽药物等生物药品技术的发展。

2015 年 9 月，公司与万昌科技完成重组，实现借壳上市。重组后，潘爱华及杨晓敏等人通过海天天道和深圳三道两家公司间接持有上市公司约 29.43% 的股份，成为实际控制人。原万昌科技实际控制人高宝林为第二大股东，持股比例为 16.51%。

2016 年 7 月，公司全资子公司山东未名天源完成注册，并承接了原万昌科技的农药、医药中间体业务。自此，公司形成了以山东未名为主体的化工中间体，和以未名生物医药为主体的生物制药的二元业务结构。

图 1：股权结构示意图



资料来源：公司公告，工商局，安信证券研究中心

3. 北大未名集团旗下的医药资源整合平台

生物医药板块是北大未名集团中长期发展战略中的重要一环，目前已经布局五大业务单元，其中三块业务处于上市公司体内，发展相对成熟，分别是子公司未名生物医药的神经生长因子、孙公司天津未名的干扰素、以及联营公司北京科兴的疫苗业务。

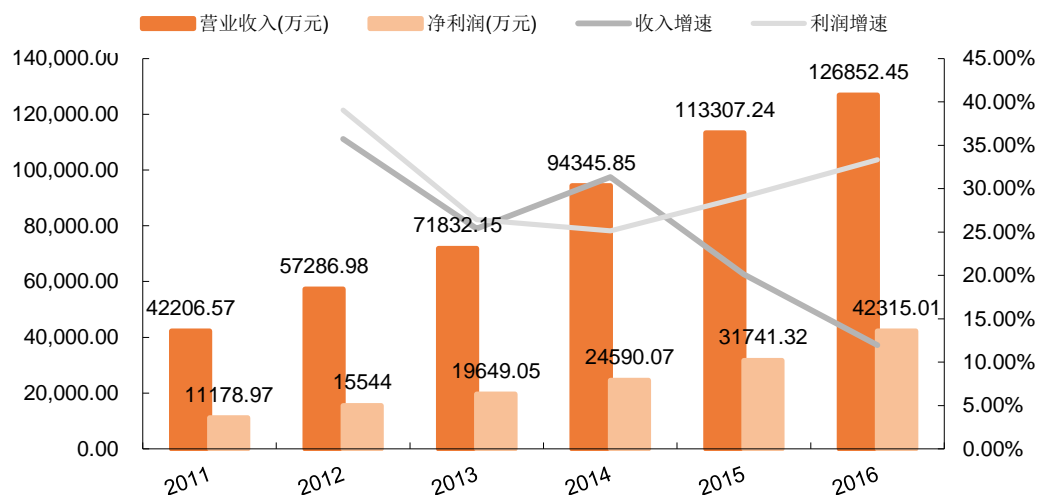
未名生物医药原名北大之路，1998年在厦门成立，在售品种为鼠神经生长因子（商品名：恩经复），是目前公司收入贡献占比最大的品种。未名生物医药旗下控股子公司天津未名原名天津华立达，曾是国内规模最大的干扰素生产企业之一，当前主要产品有重组人干扰素 α 2b注射剂（安福隆）与重组人干扰素 α 2b喷雾剂（捷抚），天津未名2014年被公司收购之后，接受了全面的整合改造，目前尚未实现扭亏；未名生物医药参股26.91%的联营公司北京科兴是国内综合实力最为出众的疫苗企业之一，其原研重磅产品EV71自2016年6月份上市以来，在终端市场快速放量，超越市场预期。

此外，上市公司体外还有两块极具发展潜力的医药资产，分别是安徽未名的单克隆抗体生产基地和江苏未名的胰岛素生产基地。虽然两块资产仍处于初期发展阶段，尚未实现盈利，但建设规划十分宏大，意图打造成为国内最大的单抗和胰岛素生产基地。大股东已作出明确承诺，一旦安徽未名、江苏未名就其医药生产项目取得了必要的立项、环评、用地、规划、建设施工批文，并取得了药品生产许可证、GMP认证、药品生产批文，且实际生产出产品和能够对外进行销售，在经审计确认已经开始盈利后，大股东应立即提请上市公司启动对未名集团所持安徽未名股权、江苏未名股权的收购。总的来看，公司有望成为未名集团旗下医药板块的业务整合平台，凭借北大的科研资源和品牌力优势，未来发展极具想象空间。

4. 核心业务稳健发展，利润增速逐年攀升

根据公司发布2016年业绩快报，报告期内实现营业收入12.69亿元，同比增长47.8%；归母净利润4.23亿元，同比增长69.09%。由于2015年山东未名（原万昌科技）仅有第四季度业绩并表，2016年全年并表后，业绩实现大幅增长。按照万昌+未名合并口径，公司2016年实际收入增速为11.95%，归母净利润增速33.31%，超出市场预期。近三年来，公司收入增速虽然有所下降，但净利润增速却始终保持在25%以上，并呈现逐年攀升的态势。

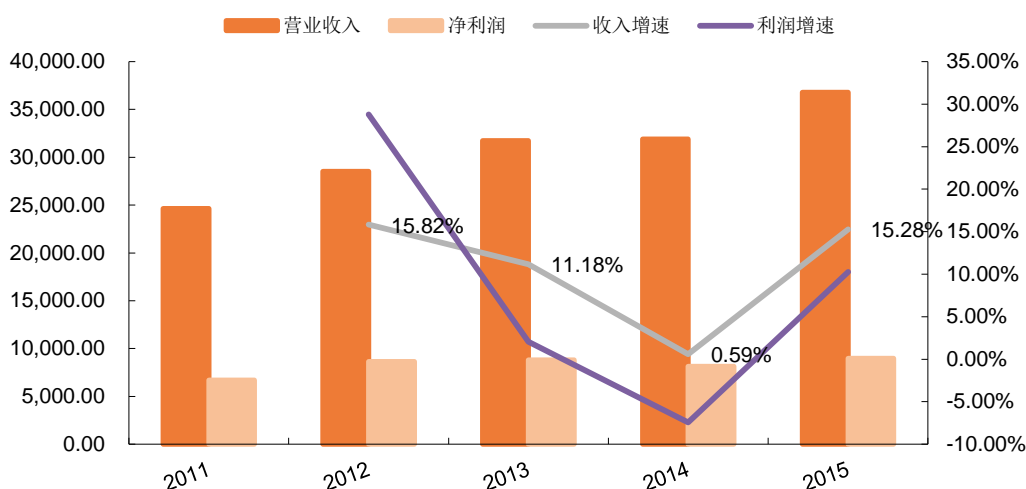
图2：公司近年来业绩情况一览（万昌+未名合并口径）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

我们判断，从山东未名近年来业务发展较为平稳的情况来看，业绩大概率同比持平，预测净利润在 9000 万元左右；天津未名接近盈亏平衡；北京科兴 EV71 疫苗上市半年以来销售快速上量，预计全年销售 140 万支，单产品贡献利润约 1.5 亿元，由于山东疫苗事件的影响，其他疫苗品种全年亏损，整体来看，我们预计北京科兴全年贡献归母净利润约 3000 万元。以此推断，未名本部的核心品种鼠神经生长因子全年实现净利润约为 3 亿元，同比增长约 20% 以上，打消了市场对书神经因子增速下滑的担忧。恩经复先前的销售渠道多集中在大中型城市，去年以来公司采取的渠道下沉策略收效良好，随着学术推广工作向县级以下医院市场的拓展，带动了终端销售的快速增长。

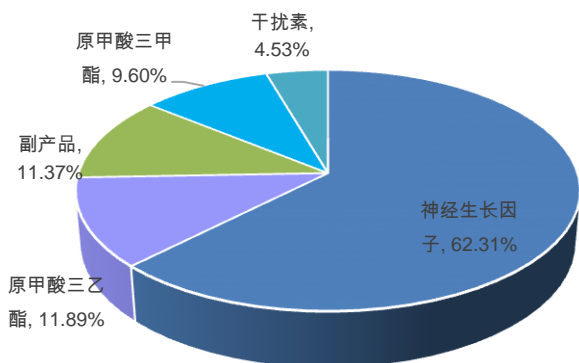
图 3：万昌科技业务发展相对稳健



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

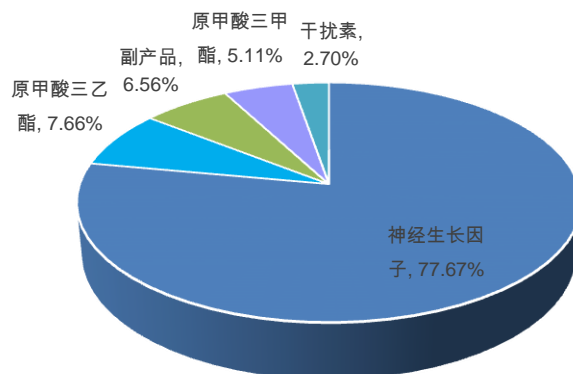
从 2016 年半年报披露的营业收入与毛利结构来看，未名生物医药的鼠神经生长因子是公司最主要的收入来源和赢利点，收入及毛利占比分别为 62.31% 和 77.67%。山东未名的原甲酸三甲酯、三乙酯及其他副产品虽然营收占比较高，达到 32.86%、但毛利率水平相对偏低，仅有 19.33%。

图 4：2016H1 公司收入结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：2016H1 公司毛利结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

未名医药原股东承诺公司原有业务 2015 年、2016 年、2017 年实现的扣非净利润分别不低于 22,346.80 万元、30,243.15 万元及 36,797.05 万元。如果实际实现的净利润低于上述承诺净利润的，则未名医药原股东将按照此前规定进行补偿，即原股东首先以股份的方式向上市公司进行补偿，股份不足以补偿的部分由交易对方以现金方式进行补偿。2015 年未名医药超额完成业绩承诺，2016 年根据业绩快报情况推测也已超额完成，考虑到鼠神经生长因子稳健增长以及疫苗业务的快速放量，2017 年完成业绩承诺也将是大概率事件。

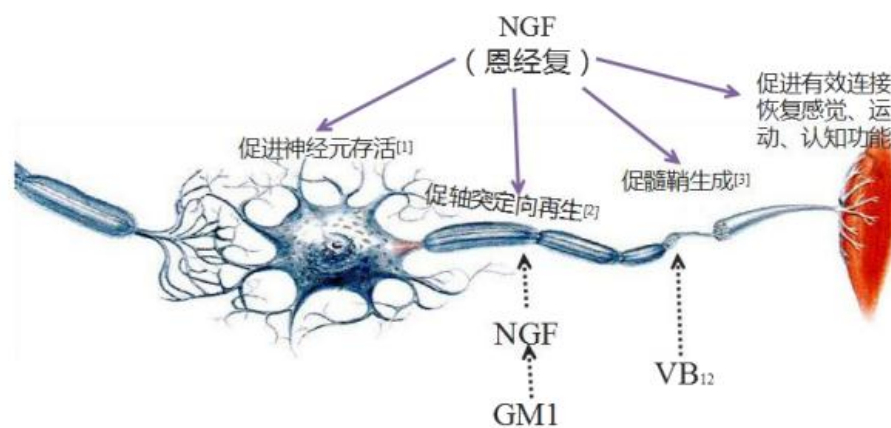
5. 鼠神经生长因子维持高增速，奠定公司安全边际

5.1. 鼠神经生长因子的作用机理及临床应用

公司核心盈利品种鼠神经生长因子，商品名为恩经复，主要用于治疗正己烷中毒性周围神经病。神经生长因子（NGF）是 20 世纪 50 年代发现的第一个神经营养因子，对中枢及周围神经元的发育、分化、生长、再生和功能特性的表达均有重要的调控作用。20 世纪 50 年代初，Rita Levi-Montalcini 和 Stanley Cohen 分别发现和纯化了 NGF，并证实其具有促进神经细胞生长和发育的功能，二人因对 NGF 研究的杰出贡献而共同获得 1986 年度诺贝尔生理学或医学奖。此后，科学家们经过近半个世纪的探索，在脑内和外周神经组织证实了 NGF 对神经细胞的生长、发育、分化、功能维持及损伤修复具有重要意义。

鼠神经生长因子（MNGF）是从小鼠颌下腺中提取纯化的神经生长因子，具有促进中枢神经及外周神经系统神经元存活、生长发育、分化、再生作用，可以维持神经细胞的生存、加速髓鞘的修复，促进病变纤维的愈合等，兼有神经修复和保护双重作用。正常生理状态下，鼠神经生长因子不易透过血脑屏障，但在血管内皮细胞损伤时，血脑屏障开放，神经生长因子可以进入中枢神经系统而发挥作用。鼠神经生长因子最早用于视神经损伤的修复，随着临床研究的发展，逐渐扩展到神经内科、神经外科、骨科、儿科、康复科、五官科等科室。

图 6：恩经复作用机理



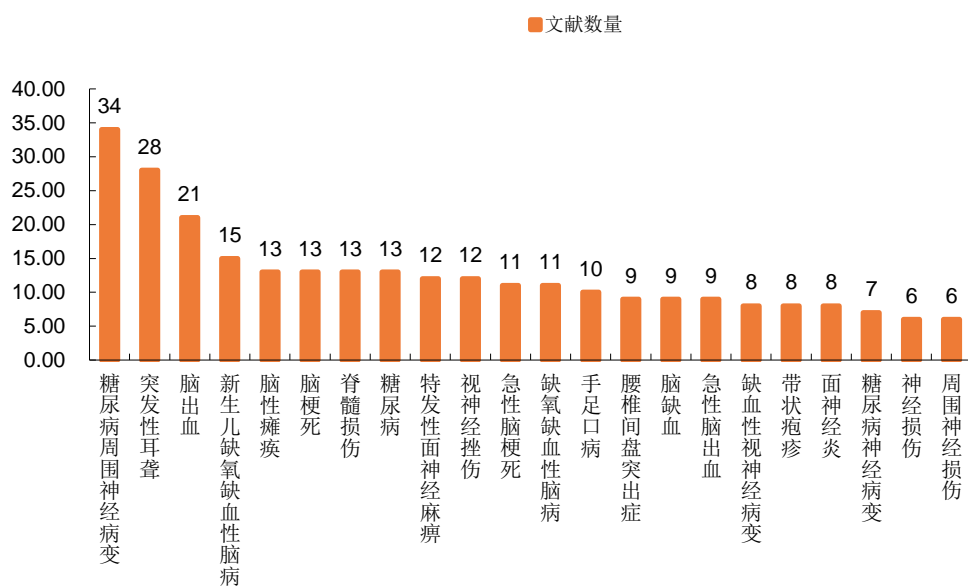
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 1: 鼠神经生长因子适应症

科室	适应症
眼科	视神经损伤; 视神经炎; 神经性角膜炎; 过敏性结膜炎; 视网膜脱离; 弱视; 视神经萎缩; 手术或变性损伤等
神经内科	中毒性周围神经病; 急性脑血管性中枢神经损伤; 脑萎缩; 帕金森病; 痴呆; 癫痫; 神经衰弱; 神经性头痛等疾病
神经外科	脑、脊髓损伤; 脊髓移植
骨科	四肢神经损伤; 坐骨神经损伤; 坐骨神经痛; 多发性神经炎; 椎间盘痛; 神经断裂及退行性病变。
儿科	新生儿缺血缺氧性脑病; 小儿脑瘫; 脑炎后遗症
内分泌科	糖尿病末梢神经炎

资料来源:《中华神经医学杂志》, 安信证券研究中心

图 7: 中国期刊全文数据库中鼠神经生长因子相关文献涉及病种



资料来源: CNKI, 安信证券研究中心

5.2. 鼠神经生长因子的临床优势

我国每年因神经损伤需要治疗的人群约为 1000 万。由于神经组织结构脆弱, 功能复杂, 如果发生损伤往往意味着巨大的、不可逆的破坏, 因而目前尚无明确疗效的治疗药物, 现有药物也只能起到部分修复作用, 完全治愈的可能性很小。目前具有一定疗效的临床常用产品包括神经节苷脂、脑蛋白水解物、依达拉奉、奥拉西坦、小牛血 (清) 去蛋白和鼠神经生长因子等。与其他几种药物相比, 鼠神经生长因子具有如下优势:

- (1) 从作用机理来看, 直接作用于神经细胞, 达到促进神经细胞存活、修复受损神经细胞、促使轴突再生和髓鞘形成的功效, 因此对神经损伤的修复作用是直接的;
- (2) 具有促进神经纤维定向生长和营养神经细胞的作用, 并且是唯一直接促进轴突定向再生的药物;
- (3) 在神经损伤的修复期治疗阶段作用显著突出;
- (4) 人体内固有的物质, 在人体生长和生命延续中持续发挥作用, 对促进神经细胞存活和营养神经具有不可替代性。

表 2：神经损伤常用药物对比

药物	机理	功效	是否进入 17 版医保	是否进入 09 版医保	是否进入 04 版医保
神经节苷脂 GM1	<ul style="list-style-type: none"> ● 增加大脑局部供血量 ● 防止细胞内钙积聚，降低细胞膜衰竭 ● 减少缺血缺氧后谷氨酸释放，减少其神经毒性作用，抑制缺血缺氧性脑损伤后神经元凋亡 	加快神经修复，恢复神经功能	否	否	否
依达拉奉	<ul style="list-style-type: none"> ● 清除自由基，抑制脂质过氧化 ● 抑制梗塞周围局部脑血流量的减少 ● 抑制迟发性神经元死亡 	抑制神经细胞氧化损伤，促进神经功能恢复	(乙类) 限急性脑梗死患者在发作 24 小时内开始使用并持续不超过 14 天	(乙类) 限三级医院和工伤保险	否
奥拉西坦	<ul style="list-style-type: none"> ● 促进磷酸胆碱和磷酸乙醇胺合成，使大脑中蛋白质和核酸的合成增加 	促进脑代谢，刺激特异性中枢神经道路	否	否	乙类
脑蛋白水解物	<ul style="list-style-type: none"> ● 刺激神经元的能量代谢 ● 改善大脑血液供应 ● 促进有氧代谢 	含神经多肽基因、核苷酸、神经递质和神经营养因子，能调控神经发育	否	否	否
小牛血(清)去蛋白	<ul style="list-style-type: none"> ● 促进细胞对葡萄糖和氧的摄取与利用 ● 促进能量代谢，增加供血量 	保护大脑神经细胞，促进神经细胞修复	乙类	(乙类) 限工伤保险	否
鼠神经生长因子	<ul style="list-style-type: none"> ● 抑制兴奋性氨基酸毒性 ● 防止自由基对神经细胞的损伤 ● 增强内源性神经营养活性 ● 促进结构蛋白和功能蛋白的合成 	提高受损神经细胞存活率，促进髓鞘形成、促进受损神经纤维沿正确的方向生长，驱使生长的神经纤维定位于靶细胞，形成功能性连接	(乙类) 限外伤性视神经损伤或正己烷中毒	(乙类)	否

资料来源：舒泰神招股说明书，药智网，安信证券研究中心

根据 2009 版的医保药物目录，鼠神经生长因子是 6 个修复神经损伤药物中唯一没有被限制适应症的医保乙类药物，拥有明显的竞争优势。然而，在今年人社部最新发布的 2017 版医保目录中，鼠神经因子被限制了适应症，报销仅限外伤性视神经损伤或正己烷中毒，而竞争品种小牛血清去蛋白被取消了适应症限制，此消彼长之间，市场不免担心鼠神经因子的销售会受到较大的冲击，致使未来增速显著下滑。我们认为，这种无需对此过度担忧。医保适应症的限制对鼠神经因子的销售会有一定的抑制，但预计影响不大，原因有三：

- (1) 目前医保允许报销的适应症是外伤性视神经损伤或正己烷中毒，正是鼠神经因子的标签适应症。包含这两大适应症的科室是眼科和神经内科。样本医药数据显示(如表 3)，随着 2012-13 年销售总额的上升，标签适应症占比由 60% 快速下滑至 28%，说明标签外应用才是该品种销售放量的诱因。根据我们的草根调研，各省医保在限制适应症之前就对鼠神经生长因子严格按照药品说明书来核销，即便如此，近年来，鼠神经因子依旧能够保持 20% 左右的增速。所以，现在医保明确限制标签适应症对终端使用的影 响将十分有限。

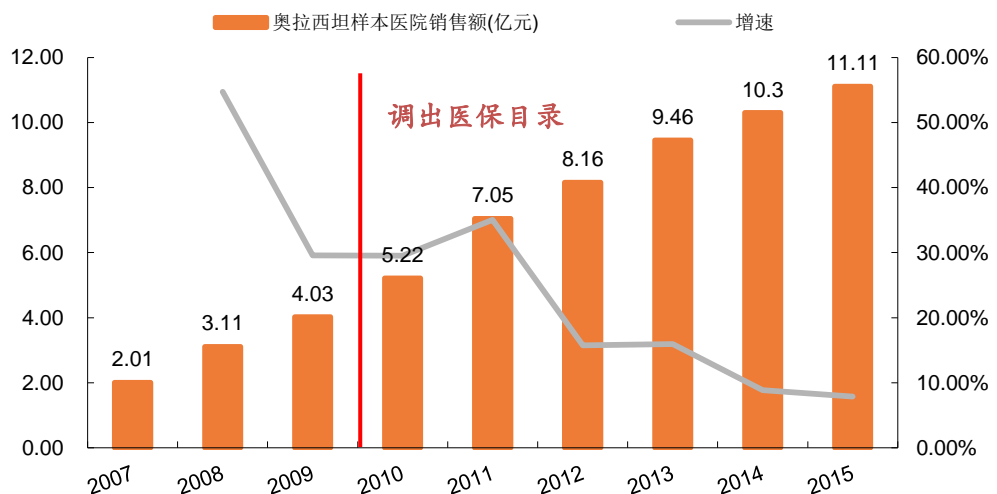
表 3: 某三甲医院鼠神经生长因子分科室使用情况

	2011		2012		2013	
	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比
眼科	244839	23.57%	338893	31.96%	341356	22.75%
神经内科	304264	29.29%	293213	27.65%	83373.2	5.56%
神经外科	362881	34.94%	248882	23.47%	560282	37.35%
心血管内科	10081.3	0.97%	20162.5	1.90%	159080	10.60%
骨科	26084.5	2.51%	29943.9	2.82%	108393	7.23%
急诊科	37552.2	3.62%	40145.9	3.79%	83764	5.58%
中医科	26755.7	2.58%	31882	3.01%	44240.1	2.95%
十部病区	7827.7	0.75%	12726.8	1.20%	25339.4	1.69%
康复医学科		0.00%		0.00%	19118.2	1.27%
耳鼻喉头颈外科		0.00%	7675.83	0.72%	20032.1	1.34%
肝胆外科	830.8	0.08%		0.00%	11840.1	0.79%
手足外科		0.00%		0.00%	8935.98	0.60%
烧伤外科		0.00%		0.00%	6169.9	0.41%
重症医学科	14539	1.40%	28247.2	2.66%	8100.3	0.54%
肿瘤放射科	830.8	0.08%		0.00%	6646.4	0.44%
肾内科		0.00%		0.00%	4569.4	0.30%
内分泌内科		0.00%	2274.32	0.21%	2218.72	0.15%
胃肠外科		0.00%	2558.61	0.24%	3115.5	0.21%
新生儿科		0.00%	2842.9	0.27%	832.02	0.06%
乳腺外科		0.00%		0.00%	832.02	0.06%
妇科		0.00%		0.00%	830.8	0.06%
消化内科		0.00%		0.00%	554.68	0.04%
胸心外科	1246.2	0.12%		0.00%	623.1	0.04%
感染内科	907.39	0.09%		0.00%		0.00%
肝病病区		0.00%	852.87	0.08%		0.00%
总额	1038640	100.00%	1060301	100.00%	1500247	100.00%

资料来源:《临床合理用药杂志》,安信证券研究中心

- (2) 根据我们的草根调研,部分医院对方剂的核查并不十分严格,医生会针对患者的报销要求,将患者的病症书面记录为可报销的适应症。这种情况的存在会弱化医保适应症限制所造成的影响。
- (3) 假设医院未来对方剂严格管控,真的出现可报销患者比例降低的情况,也未必会影响鼠神经因子的销售。我们可以拿另一种修复神经损伤的常用药物-奥拉西坦作为对照,该药能透过血脑屏障,促进磷酸胆碱和磷酸乙醇胺合成,提高大脑中 ATP/ADP 的比值,使大脑中蛋白质和核酸的合成增加,从而增加脑内能量储存,从而对特异性中枢神经道路产生刺激作用,增强特异性脑细胞活力,改善记忆与智能障碍等症状,促进神经功能的恢复。该药在 2004 版医保目录中是乙类药物,09 年被踢出医保(并非限制适应症,没有任何操作空间),但是,其销售额并未因此产生下滑,反而逐年增长,2010 年和 2011 年的销售增速分别为 36.5%和 37.4%。截至 2015 年,样本医院销售额相比 2009 年合计增长 176%。可见,如果产品力足够强,终端需求过硬,即便踢出医保依旧可以实现高增长。

图 8：调出医保目录对奥拉西坦销售增速影响甚微



资料来源：米内网，安信证券研究中心

5.3. 鼠神经生长因子的竞争格局

国外研究机构一度试图研发重组人源神经生长因子，但并未取得成功。我国则率先使用鼠神经生长因子填补了市场的空白。海特生物的金路捷和公司的恩经复同在 2003 年上市，成为全球首个神经生长因子制剂。之后，舒泰神的苏肽生以及丽珠集团的丽康乐先后于 2006 和 2010 年上市，逐渐形成了当前四家公司参与竞争的市场格局。

表 4：不同品牌鼠神经生长因子产品对比

	未名医药	舒泰神	丽珠集团	海特生物
商品名称	恩经复	苏肽生	丽康乐	金路捷
上市时间	2003 年	2006 年	2010 年	2003 年
新药证书	一类生物制品	一类生物制品	一类生物制品	一类生物制品
适应症	正己烷中毒性周围神经病。本品通过促进神经损伤恢复发挥作用。	本品具有促进神经损伤修复的作用。用于治疗视神经损伤。	用于治疗视神经损伤。本品通过促进神经损伤恢复发挥作用。	正己烷中毒性周围神经病。本品通过促进神经损伤恢复发挥作用。
规格	18μg (生物活性 ≥9000AU)	30μg (生物活性 ≥15000AU)	30μg (生物活性 ≥15000AU)	20μg (生物活性 ≥9000AU)
纯度	98%	98%	98%	98%
有效期	30 个月	24 个月	24 个月	30 个月

资料来源：海特生物招股说明书，安信证券研究中心

四个品牌的鼠神经生长因子从基本属性来看可以分为两类：金路捷和恩经复上市时间较早，属性基本一致，生物活性为 9000AU，适应症为正己烷中毒性周围神经病，最新招标价格在 150-170 元之间；苏肽生和丽康乐生物活性较高，为 15000AU，主要用于治疗为视神经损伤，最新招标价格在 170-230 元之间。总的来说，两类产品在临床上的区隔相对比较分明。

从外部替代产品来看，目前药监总局新药审评中心的收审的神经生长因子项目除四个上市药物以外还有安徽贝克的鼠神经生长因子和贵州泛特的人神经生长因子，均为一类新药。其中，贵州泛特的人神经生长因子的进展情况一度受到广泛关注。该品种 2004 年即取得了新药证书，2014 年经中检院检验通过，向国家药监总局申报生产，但因注册资料存在漏项，目前已经撤回申请，短期间内不会对鼠源因子市场造成影响。即便泛特的人源因子未来重

新申报后获批上市，由于其是从人体胎盘中提取，生产原料受到极大限制，未来产能将十分有限且大概率定价较高，因此对鼠源因子预计难以形成有效竞争。

鼠神经生长因子 2009 年首次被人社部纳入《医保目录》之后，终端销售快速放量，近五年来复合增长率高达 34.88%。即便在医保控费的压力下，鼠神经生长因子价格同 2015 年相比两种规格在各省的降价幅度普遍都在 10%左右，但依旧保持了相对稳健的增速。

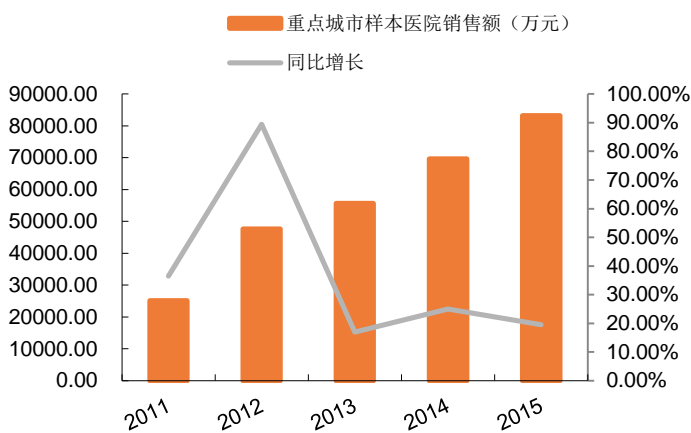
表 5：鼠神经生长因子遭受降价压力

	上海		广东		四川		湖北	
	2016	2015	2017	2015	2017	2015	2016	2015
金路捷	170.53	183.86	182.88	182.88	158.17	177.56	177.00	186.08
丽康乐	N/A	249.56	N/A	249.56	205.5	249.06	233.09	249.56
恩经复	170.85	186.09	155.957	180.37	153	173.81	153.27	183.63
苏肽生	226.67	249.56	172	239.95	205.5	233.87	225.53	249.56

资料来源：药智网，安信证券研究中心

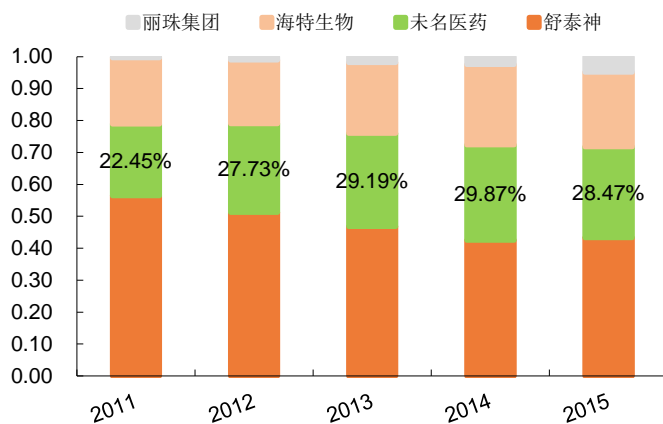
截至 2015 年，国内 4 家企业的鼠神经生长因子年销售量超过 1200 万支，总销售额 27.56 亿元，成为生物制品领域的重磅品种。目前舒泰神的苏肽生市占率最高，约为 40%，金路捷，恩经复占比大体相当，分别为 25%左右，丽珠集团占比 11%。市场格局相对比较稳定。2016 年，根据舒泰神年报披露，苏肽生营收同比增长 12.05%，而恩经复预期增速在 20%左右，进一步逼近苏肽生的市场份额。

图 9：鼠神经生长因子样本医院销售额



资料来源：米内网，安信证券研究中心

图 10：鼠神经生长因子样本医院市场份额



资料来源：米内网，安信证券研究中心

5.4. 恩经复具备广阔的市场拓展空间

我们认为，恩经复在鼠神经生长因子制剂中，虽然不是市占率最高的品种，却是发展潜力最广的品种。在产品力和渠道力方面均有广阔的拓展空间。

第一，从技术层面来看，未名医药与神经生长因子发现者、诺贝尔奖获得者 Levi-Montalcini 所主持的欧洲脑研究所保持着长期战略合作关系，具备深度开发神经生长因子制剂的技术实力。公司多年来致力于恩经复新适应症的拓展已取得初步成效：用于视神经损伤的新适应症上市申请目前暂时撤回，择机再报；糖尿病足适应症已获临床批件。此外，恩经复是唯一一个有儿童用药安全性观察总结的神经生长因子产品。2006-2007 年首都医科

大学附属北京儿童医院曾开展恩经复儿童用药安全性观察总结研究，结果显示除注射部位局部疼痛外，未见其他不良反应。因此，开发儿童用药也是恩经复未来的重要发展方向。

第二，从渠道层面来看，恩经复的销售渠道多集中在大中型城市，县级以下医院市场拓展不足，粗略推算覆盖率不足 10%。2015 年，恩经复在南方所统计的 16 个重点城市的样本医院中的销售收入在全国总收入中的占比达 35.12%，超过其他三个神经生长因子产品，也从侧面佐证了公司销售渠道集中的现状。公司以自营销售为主，总经理丁学国亲自挂帅，在全国各地设立了 24 个办事处，拥有一支 300 多人的专业化学术推广队伍，目前除了港澳台西藏外，所有省份均已覆盖，具有较强的终端市场推广能力和物流服务能力。我们认为，未来随着公司进一步拓宽营销网络，渠道有望向基层医院下沉，恩经复终端销售额将具备较大的成长空间，即便在医保适应症受限、医保支付价格维持下行趋势的压力下，未来三年的复合增速仍有望保持在 15-20% 左右。

表 6：不同品牌鼠神经生长因子重点城市样本医院销售占比

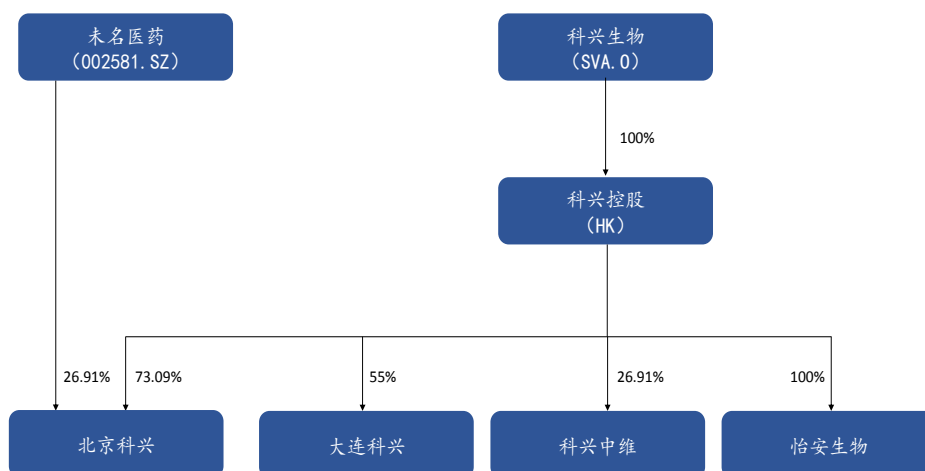
	2015 年全国销售额 (万元)	2015 年重点城市样本医院销售额 (万元)	重点城市销售占比
苏肽生	110568.00	36073.96	32.63%
恩经复	67495.50	23702.41	35.12%
金路捷	67581.02	19448.13	28.78%
丽康乐	30000.00	4029.49	13.43%
合计	275644.52	83254.00	30.20%

资料来源：公司年报，南方所，安信证券研究中心

6. 北京科兴，重磅疫苗获批有望带动业绩井喷

北京科兴生物制品有限公司成立于 2001 年，是由科兴控股与未名生物医药有限公司合资组建的生物高新技术企业，集研发、生产、销售于一体，是国内综合实力最强的疫苗公司之一，也是唯一一家在美国上市的中国疫苗企业。

图 11：北京科兴股权结构示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司创新能力出众，自成立之初就推出了我国第一支甲型肝炎灭活疫苗孩尔来福®，填补了国内空白；随后，中国第一支、全球第二支甲型乙型肝炎联合疫苗倍尔来福®，中国第一支与全球同步的大流行流感疫苗（人用禽流感疫苗）盼尔来福®，唯一不含防腐剂的国产流感病毒裂解疫苗安尔来福™，以及全球第一支甲型 H1N1 流感疫苗，全球首创的肠道病毒 71 型灭活疫苗益尔来福®相继问世。目前仍在研发管线的品种包括：23 价肺炎球菌多糖疫苗、13 价肺炎球菌结合疫苗、脊髓灰质炎灭活疫苗（sIPV）、水痘疫苗以及各种联合疫苗等。

表 7：北京科兴发展历程

时间	发展历程
2001	北京科兴成立
2002	甲肝灭活疫苗孩尔来福(Healive)上市
2003	组建科兴控股 (Sinovac) 并在美国 OTCBB 挂牌 (代码: SVA)
2004	科兴控股转板 AMEX 挂牌交易
2005	甲型乙型肝炎联合疫苗倍尔来福(Bilive)上市, 流感病毒裂解疫苗安尔来福(Anflu)获得新药证书、生产文号和 GMP 证书
2006	流感病毒裂解疫苗安尔来福(Anflu)正式上市
2008	大流行流感疫苗盼尔来福(Panflu)获批生产
2009	甲型 H1N1 流感疫苗在全球率先完成临床试验并获准生产; 科兴控股转板纳斯达克全球市场挂牌交易
2010	科兴 (大连) 疫苗技术有限公司成立, 北京科兴收购并开始建设昌平新疫苗产业基地
2011	怡安生物研制的中国第一支兽用狂犬病灭活疫苗瑞倍尔安(RABEND)上市
2014	肠道病毒 71 型 (EV71) 疫苗Ⅲ期临床试验结果在国际权威新英格兰医学杂志发表
2015	全球首批自主研发预防用生物制品 1 类新药肠道病毒 71 型灭活疫苗 (益尔来福) 获得新药证书和药品注册批件
2016	全球首创的预防用生物制品 1 类新药——肠道病毒 71 型灭活疫苗益尔来福 (Inlive) 上市

资料来源：公司官网，安信证券研究中心。

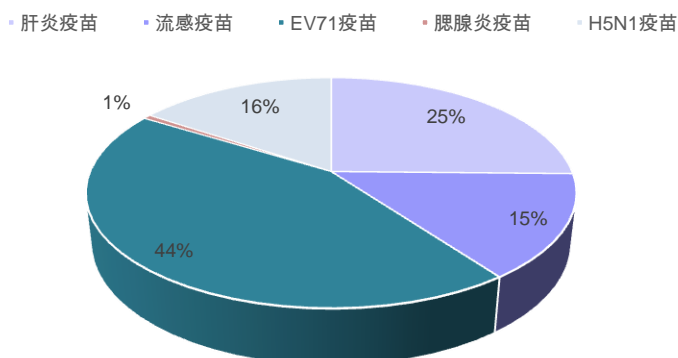
表 8：北京科兴历年主要产品的批签发数据

年份	甲型肝炎灭活疫苗 500U/1.0ml/瓶	甲、乙型肝炎联合疫苗 5μg/0.5ml/支	流感病毒裂解疫苗 0.5ml/支	大流行流感病毒灭活疫苗 0.5ml/支	EV71 疫苗 0.5ml/瓶
2010	4057787	1006799	5756024	2345595	N/A
2011	1139465	1690751	2377314	1008959	N/A
2012	1482448	3824180	2427251	2045306	N/A
2013	3155473	1704154	2691850	1000720	N/A
2014	2598389	5468325	2971552	2033562	N/A
2015	2285261	1147200	2943905	0	N/A
2016	922588	1191784	1794575	25465	4599647

资料来源：中检院，安信证券研究中心。

其中，最为重磅的品种-肠道病毒 71 型灭活疫苗-益尔来福®于 2015 年 12 月获批，2016 年 6 月正式上市销售，并快速放量。从批签发数据来看，2016 年公司 EV71 疫苗共获批签发约 460 万支。根据 SVA 三季报，EV71 疫苗 2016 年前三季度共实现营收 1803 万美元（Q2、Q3 单季销售额分别为 156 万、1647 万美元），占科兴控股总营收的 43.9%，成为公司主要的盈利点。公司 EV71 疫苗分为预充装和普通装两种，出厂价格分别为 188 和 168 元，据此推算，公司前三季度合计销售 EV71 疫苗约 70 万支，我们预计，2016 年全年 EV71 疫苗销售量约在 140 万支左右。

图 12: 2016 年前三季度科兴生物的收入结构



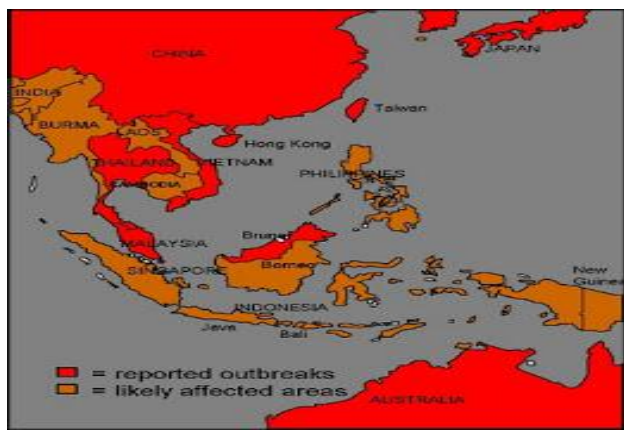
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

6.1. 手足口病传染性极强、预防刻不容缓, EV71 疫苗上市具有里程碑意义

手足口病是肠道病毒引起的常见传染病之一, 在夏秋季 (4-9 月) 比较常见, 多发生于 3 岁以下的婴幼儿, 可引起发热和手足、口腔等部位的丘疱疹、溃疡, 个别患者可引起心肌炎、肺水肿、无菌性脑膜脑炎等致命性并发症。

自 2000 年以来, 我国和亚洲地区都出现了多次儿童手足口病的大规模暴发流行, 对数以万计的儿童生命健康造成巨大威胁。2008 年, 国家卫生部正式将手足口病纳入全国法定传染病丙类病例报告管理并进行网络直报。

图 13: 手足口病疫情爆发主要集中在亚太地区



资料来源: 中国疾病预防控制中心, 安信证券研究中心

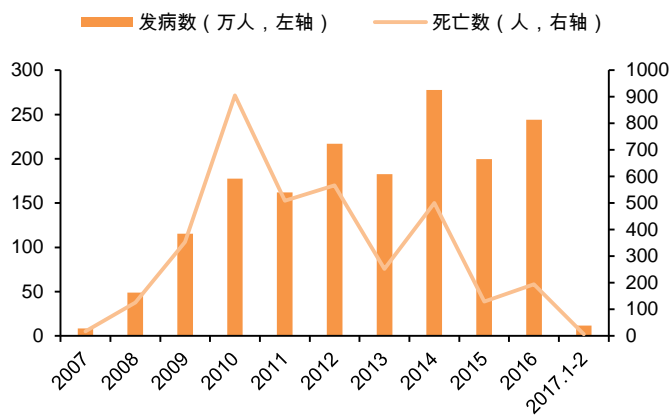
图 14: EV71 毒株各基因型/亚型流行的地理和年代分布

基因型	流行地区	流行时间
A	美国	1970
B1	美国、澳大利亚、中国台湾、匈牙利、保加利亚、日本	1972~1987
B2	美国	1981~1987
B3	马来西亚、澳大利亚、新加坡	1997~1999
B4	马来西亚、新加坡、中国台湾、日本	1997~2002
B5	马来西亚	2003
C1	美国、澳大利亚、马来西亚、新加坡、越南、泰国、日本	1986~2005
C2	美国、澳大利亚、日本、中国台湾	1995~2002
C3	中国、韩国	1997、2003
C4	中国、越南、日本、中国台湾	1998~2009
C5	越南	2005

资料来源: 中国疾病预防控制中心, 安信证券研究中心

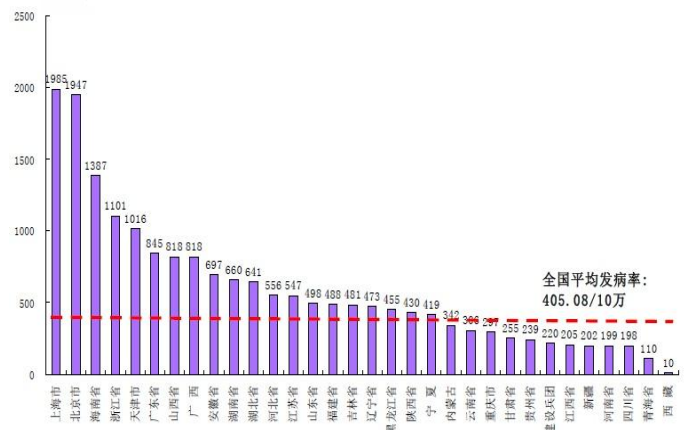
由于手足口病传染性极强, 在短时间内即可造成大流行, 我国曾经爆发过几次大规模的疫情, 比如 2007 年山东临沂, 2008 年安徽阜阳、海南、广州、河北, 2009 年山东、河北等地均出现了不同程度的疫情。根据中国疾病预防控制中心披露数据来看, 近年来我国手足口病患者人数维持高位, 2016 年我国发病人数约 224 万、死亡人数为 195 人, 均位列丙类传染病中发病人数与死亡人数第一位, 因此防范手足口病大规模流行的紧迫性刻不容缓。从各省 3 岁及以下儿童发病率情况来看, 上海、北京、海南、浙江等省为高发地区, 全国平均发病率约 405.08/10 万人, 若不考虑年龄因素, 2016 年全国手足口病发病率约 178/10 万人、死亡率为 0.0142/10 万人, 均位于我国丙类传染病中首位。

图 15: 历年全国手足口病疫情概况



资料来源: 中国疾病预防控制中心, 安信证券研究中心

图 16: 各省 3 岁及以下儿童发病率情况



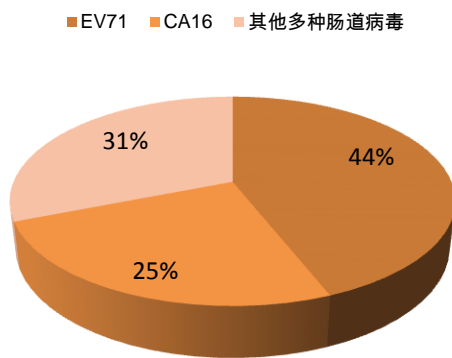
资料来源: 中国疾病预防控制中心, 安信证券研究中心

目前, 可引起手足口病肠毒有 20 多种, 主要有柯萨奇病毒 A 组的 16、4、5、9、10 等型、B 组的 2、3、4 等型, 埃可病毒 4、6、9、11 等型, 肠道病毒 71 型 (分为 A、B、C 3 个基因型, 其中 B 型和 C 型, 又进一步分为 B1、B2、B3、B4 以及 C1 和 C2 亚型) 等。其中, 肠道病毒 71 型 (EV71) 和柯萨奇 A16(CA16) 为我国手足口病的主要病原, 在有实验室诊断的 57 万余手足口病例中, EV71 占 43.7%, CA16 占 25.0%, 其他肠道病毒占 31.3%, 并证实 EV71 的 C4a 基因亚型是中国内地流行的绝对优势亚型。相关分子流行病学研究结果表明, EV71 是导致手足口病重症和死亡的主要病原, 可导致 82% 的重症病例、96% 的死亡病例, 因此疫苗只要针对 EV71 病毒预防的话就能大幅减少手足口病重症病例与死亡率。

手足口病多数为自限性疾病, 未经治疗 7-10 天可自愈。但少数患者会发展为重症病例, 伴有严重的并发症如脑干脑炎、心脏衰竭、肺水肿、肺出血等, 以 2 岁以内患儿多见, 大多持续高热, 重症病例多在发病后 3-7 天内出现中枢神经系统、呼吸系统、循环系统等严重并发症并可引起死亡, 目前临床上较难做到重症病例的早期识别且病情进展迅速是其最明显的发病特点, 待到患者发展为重症病例之时尚无特效的抗病毒药物治疗, 因此婴儿尽早接种预防病毒疫苗的重要性不言而喻。

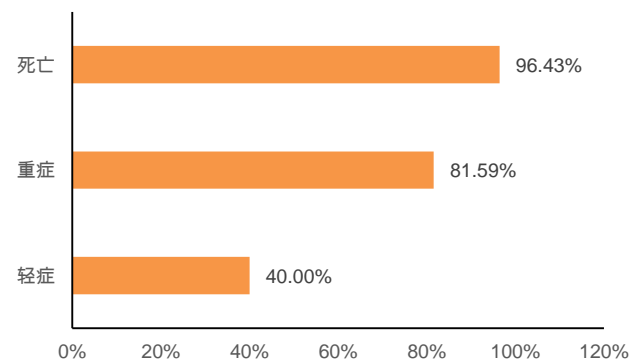
根据临床研究发现, EV71 母传抗体水平出生后逐渐衰减, 在婴儿 5-11 月龄时最低, 而发病率最高的年龄组在 1-2 岁。因此, 6 月龄开始接种可及时为易感儿童提供保护。由于 5 岁以上儿童和成人的发病率很低, 我们认为 5 岁以上人群使用 EV71 疫苗, 无论在个体层面还是群体层面, 其公共卫生意义有限、成本效益欠佳。因此, 建议 EV71 疫苗接种对象为 ≥ 6 月龄易感儿童, 越早接种越好, 鼓励在 12 月龄前完成接种程序, 以便尽早发挥保护作用。

图 17: 手足病例中各病毒引发疾病的比例



资料来源: 中国疾病预防控制中心, 安信证券研究中心

图 18: EV71 病毒在不同症状病例中的病原体比例



资料来源: 中国疾病预防控制中心, 安信证券研究中心

6.2. EV71 疫苗上市将大幅提升公司业绩弹性

目前市场获批上市的 EV71 疫苗厂商共有三家, 分别为中国医学科学院医学生物学研究所(昆明所)、北京科兴生物以及武汉所, 2016 年上半年昆明所与北京科兴的产品先后上市, 去年的批签发数量分别为 415 万支、460 万支, 而武汉所的产品于今年 3 月底完成第一次批签发, 我们预计 5 月份上市。根据 CFDA 新药审评中心的收审数据, 短期内其他厂商进入市场的可能性不大, 因此市场有望维持三家公司竞争的良好格局。公司有望凭借产能(昆明所实际产能较低不足以满足市场需求)与先发优势, 成为 EV71 疫苗生产企业中的领先者。

表 9: 上市 EV71 疫苗产品对比

药品名称	生产企业	2016 年批签发数据 (0.5ml/瓶)	规划产能 (万瓶/年)	批准日期	上市时间	批准文号
肠道病毒 71 型灭活疫苗 (人二倍体细胞)	昆明所	4154932	1000	2015/12/3	2016/3/18	国药准字 S20150016
肠道病毒 71 型灭活疫苗 (Vero 细胞)	北京科兴	4599647	2000	2015/12/30	2016/5/1	国药准字 S20150017
肠道病毒 71 型灭活疫苗 (Vero 细胞)	武汉所	-N/A	2000	2016/12/13	预计五月份上市	国药准字 S20160008

资料来源: 药智网、中检所等, 安信证券研究中心.*昆明所产能实际达不到

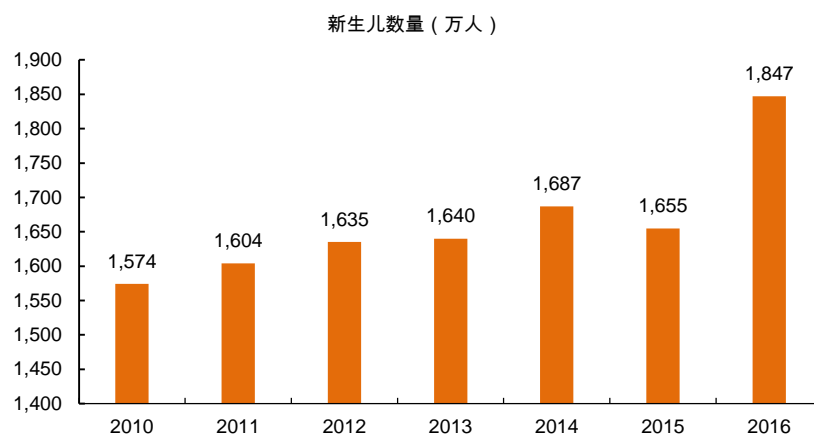
表 10: 昆明所与北京科兴的 EV71 疫苗详细对比

对比	昆明所-EV71 疫苗	北京科兴-EV71 疫苗
细胞株	人二倍体细胞	Vero 细胞
全身不良反应	疫苗 33.8%，安慰剂 24.9%	疫苗 51.7%，安慰剂 52.8%
局部不良反应	疫苗 5.9%，安慰剂 2.3%	疫苗 13.9%，安慰剂 13.6%
临床试验总人数	14848	12185
III 期临床试验人数	12000 (广西)	10077 (江苏)
临床试验中心数	7	3
抗体效价	100IU/0.5ml, 不低于 3.0EU	400IU/0.5ml, 不低于 3.0EU
使用人群	6 月龄-5 岁健康婴儿	6 月龄-3 岁健康婴儿
十分常见不良反应 (> 10%)	发热	发热、腹泻
EV71 保护效力	97.30%	94.80%
血清抗体转阳率	100%	88.10%
交叉中和基因型	9	7
EV71 毒株	EV71 C4 亚型 F _Y -23K-B	EV71 C4 亚型 HO7 毒株
佐剂	氢氧化铝、甘氨酸	氢氧化铝、氯化钠、磷酸氢二钠等
防腐剂	无	无
有效期	24 个月	36 个月
县级供应价格	西林瓶 168 元, 预充式 188	西林瓶 168 元, 预充式 188
最高零售价格	西林瓶 288 元, 预充式 318	西林瓶 268 元, 预充式 298

资料来源: 中国疾病预防控制中心, 安信证券研究中心

我国自 2015 年底开始实行全面放开二胎政策, 正迎来新一轮婴儿潮, 2016 年新生儿数量大幅增长至 1847 万。新生儿数量大幅提升将提升疫苗需求利好相关企业, 公司将显著受益。**考虑到 0-3 岁是手足口病的高发年龄阶段, 我们保守估计 2017 年-2019 年新生儿数量将维持在 1900 万左右, 再加上每年 0-3 岁婴儿 5000 万的存量, 我们预计随着 EV71 疫苗渗透率的不断提升, 未来三年将会给公司带来巨大的业绩弹性。**

图 19: 我国历年新生儿数量



资料来源: 卫计委, 安信证券研究中心

我们基于以下假设来估算未来三年 EV71 疫苗对公司业绩的贡献: 1) 公司 EV71 疫苗的渗透率每年逐步提升。2) 北京科兴的 EV71 疫苗主要接种对象是 6 月龄-3 岁易感者, 基础免疫程序为 2 剂次, 间隔 1 个月。我们预计未来每年新生儿数量为 1900 万左右、每年 0-3 岁婴儿有 5000 万的存量。3) 每支疫苗出厂均价 180 元, 净利润 110 元/支。

基于上述假设，暂不考虑科兴生物私有化完成的情形，我们预测 EV71 疫苗 2016-19 年的销售额分别为 2.52 亿元、6.34 亿元、8.84 亿元、10.62 亿元，对母公司的净利润贡献分别为 0.41 亿元、1.04 亿元、1.45 亿元、1.75 亿元。由此我们判断 EV71 疫苗上市后的快速放量将大幅增厚公司业绩，按照上述 17 年的盈利预测，EV71 疫苗至少贡献 15% 左右的业绩弹性，若考虑此后私有化有所突破全部股权并表，将极大提升公司业绩空间。

表 11：公司 EV71 疫苗盈利预测

	2016E	2017E	2018E	2019E
存量市场 (万人)	5000	5000	5000	5000
存量市场渗透率	1.00%	2.00%	3.20%	4.00%
新生儿数量 (万人)	1847	1900	1900	1900
新生儿市场渗透率	1.08%	4.00%	4.50%	5.00%
每人份剂数	2	2	2	2
销售数量 (万支)	140	352	491	590
出厂价格 (元/支)	180	180	180	180
销售收入 (万元)	25200	63360	88380	106200
净利润 (元/支)	110	110	110	110
净利润 (万元)	15400	38720	54010	64900
归母净利润 (万元)	4144	10420	14534	17465

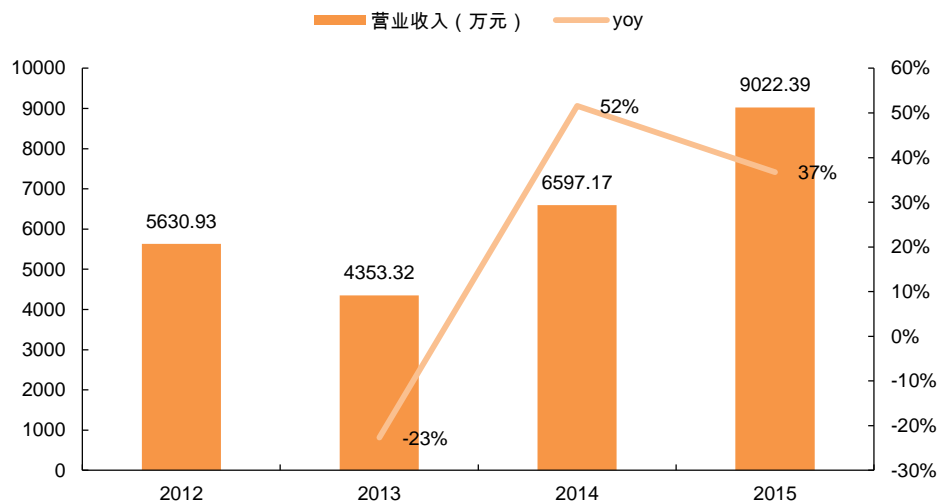
资料来源：安信证券研究中心

7. 天津未名：战略调整完成后，今年有望实现扭亏为盈贡献利润

天津未名（原天津华立达）成立于 1992 年，2014 年 4 月由未名医药收购天然制药、盖迪奥投资的 60% 股权而控股，中新药业持有剩余 40% 股权。公司是未名医药旗下生产基因工程干扰素的核心企业，重点发展干扰素产品及细胞因子系列升级换代产品，业务链条完整涵盖生物药品的研发、生产与销售。公司拥有国内规模最大、全部进口设备组成的干扰素冻干粉针剂和预灌装玻璃注射器装注射液生产线，年生产干扰素能力超过 2000 万支。

目前已上市的产品包括第二代基因工程 α -2b 干扰素“安福隆”、重组人干扰素 α -2b 喷雾剂（商品名：捷抚）及多西他赛（商品名：瑞立博）。其中，安福隆是天津华立达的主打产品，2007 年其市场占有率位居第一。然而 2009 年以后由于原控股股东将经营重点转向化学药，减少了营销投入，导致安福隆收入连续下降。2014 年公司被未名医药收购后，通过整合各种优势资源，加大市场投入，利用未名医药的市场资源和销售渠道，自 2015 年起销售额开始大幅增长，但由于公司加大了设备的更新投入以及营销力度的加强，公司仍处于亏损状态，

图 20: 天津未名历年收入情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

但令人欣喜的是公司正在发生积极的变化，公司业务结构、管理团队以及销售队伍经过战略调整后，我们预计，2017年大概率扭亏为盈贡献利润，2018年有望实现3000-4000万净利润。

- 1) 自2014年末名医药收购公司后，进行了一系列的调整，包括更新设备、更换管理层等，在母公司的扶持下结合自身优势有望重新做大做强，逐步打造成为世界产量最大、品种最全、价格最低的干扰素生产基地。
- 2) 厦门未名的销售团队有望全面介入天津未名干扰素产品的销售工作，实现销售资源整合，强化天津未名的终端销售能力。干扰素产品的推广重心预计也将从肝病科室向儿科（治疗手足口病）等其他科室拓展，寻求更大的市场空间。
- 3) 注射用干扰素产品生产厂商众多、市场竞争激烈，公司转变经营策略重点推广重组人干扰素 α -2b喷雾剂（公司独家剂型），提升喷雾剂的销售占比。干扰素喷雾剂诞生于非典时期，可以广泛应用于抗病毒治疗。有研究表明，干扰素喷雾剂也可用于辅助治疗手足口病，在临床没有有效抗病毒治疗药物的情况下，联用重组人干扰素 α -2b喷雾剂可以使患者明显减少皮疹消退天数和住院天数，增强治疗疗效，重点推广喷雾剂型有利于公司拓展其他非肝炎科室尤其是儿科。

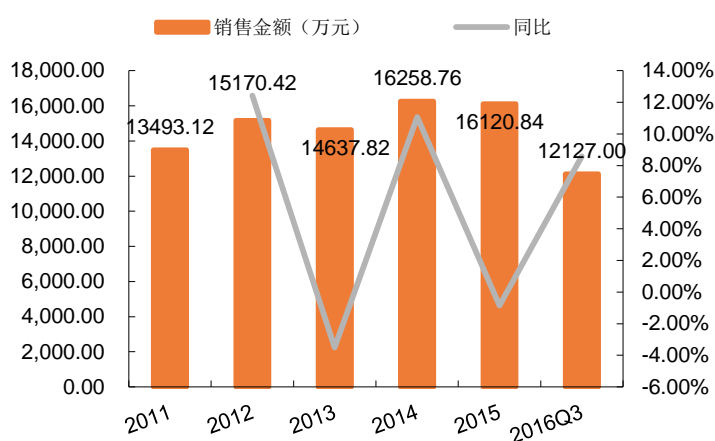
干扰素喷雾剂原先只有10ml规格，因定价较低，为了提升产品毛利率去年公司新增20ml规格，目前已经在福建、四川等地完成招标，中标价格在40-50元之间。我们估算公司去年销售50万瓶左右，今年有望在通过母公司的销售平台以及跨科室的重点推广，达到200万瓶左右的销售规模（大规格+小规格），实现扭亏。

表 12: 重组干扰素 α 2b 喷雾剂治疗手足口病疗效研究

	发热天数	入院退热天数	皮疹消退天数	住院天数
治疗组	2.53±1.48	1.32±0.80	2.88±0.95	4.32±0.74
对照组	2.13±1.93	1.62±1.04	3.6±1.13	5.02±1.16
P值	>0.05	>0.05	<0.05	<0.05

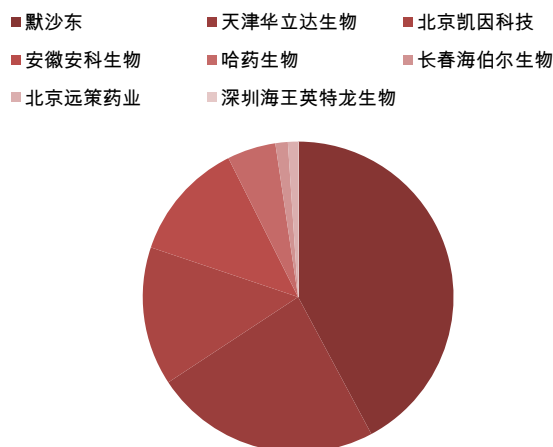
资料来源：CNKI，安信证券研究中心

图 21：近年干扰素样本医院规模以及增速情况



资料来源：米内网，安信证券研究中心

图 22：2016 年干扰素样本医院的竞争格局



资料来源：米内网，安信证券研究中心

8. 外延并购打造综合医药平台

8.1. 安徽未名有望成为国内最大的单抗生产基地，实现盈利后将注入上市公司

安徽未名生物医药有限公司，于 2014 年 8 月在合肥半汤生物经济实验区成立，注册资本 10 亿元，占地 400 余亩，目标建成全球领先的抗体药研发和生产基地。目前安徽未名已购买 4 个抗体药品种，其中 3 个购自张江生物，分别为重组抗 CD25 人鼠嵌合单克隆抗体注射液(获得新药证书)、重组抗 CD52 人源化单克隆抗体注射液(完成临床 II 期)、重组抗 CD3 人源化单克隆抗体注射液(临床 II 期)，此外阿达木单抗已完成临床审评，处于临床 I 期。此外，公司后续还有 6 个单抗药物的临床批文。

重组抗 CD25 人鼠嵌合单克隆抗体注射液（巴利昔单抗，Basiliximab），适应症为预防肾移植的排斥反应，根据国外临床研究情况，该品种适应症未来或可拓展至其他实体器官移植以及骨髓移植。巴利昔单抗的原研药是瑞士诺华的舒莱（Simulect），于 1998 年上市，美国专利将于 2020 年到期，欧洲以及日本的专利已经到期。2015 年巴利昔单抗在国内样本医院市场销量为 0.75 亿元，同比增长超过 20%。公司产品于 2005 年获得临床批件，目前已完成 III 期临床，预计 2018 年有望上市，成为公司第一个实现盈利的单抗品种。

对外合作方面，安徽未名已与世界上最领先的抗体药研发机构之一美国 BioAtla 公司签署战略合作协议，成为该公司大中华区第四代抗体药唯一合作伙伴，重点开发该公司第四代抗体药技术平台——条件活性生物制剂(CAB)平台，已启动 CAB 平台下的抗 AXL 抗体(治疗肺癌和乳腺癌)、抗 LAG-3 抗体(免疫检查点抑制)2 个第四代抗体药项目。安徽未名还与包括中科大、南京医科大学在内的多家研究单位合作，在已合作的 LUNX 单抗、EpCAM 单抗、Trop-2 抗体和 C-Met-阿霉素抗体偶联药物的基础上，继续开展靶点研究，不断开发出新的单抗药物。

作为当前炙手可热的单抗药物的研发生产平台，安徽未名将是未名集团医药板块布局的最大看点之一。未名集团已作出明确承诺，一旦安徽未名就其医药生产项目取得了必要的立项、环评、用地、规划、建设施工批文，并取得了药品生产许可证、GMP 认证、药品生产批文，且实际生产出产品和能够对外进行销售，在经审计确认已经开始盈利后，大股东应立即提请上市公司启动对其所持安徽未名股权的收购。

8.2. 江苏未名-打造国内最大的胰岛素原料药生产基地

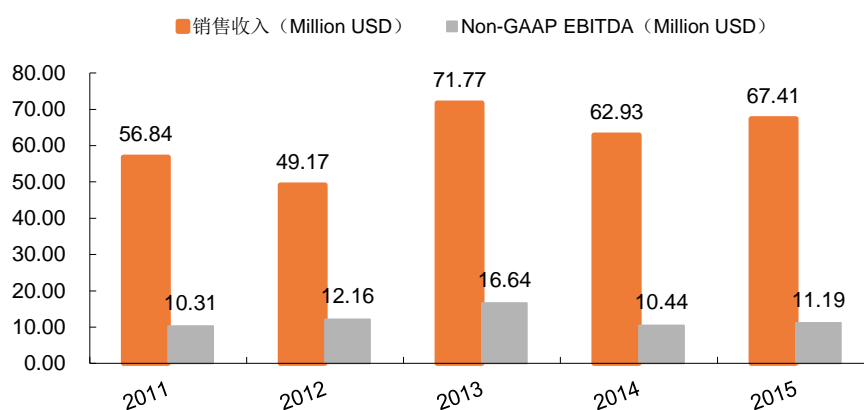
江苏未名设立于 2012 年 8 月，原为未名医药的控股子公司，主要从事胰岛素原料药的研发、生产和销售业务。江苏未名在常州市新北区生物医药产业园投资建设了“年产 2000 公斤胰岛素及其制剂项目”，整个工程预计将于 2020 年全部建成。目前公司可生产胰岛素原料药，而胰岛素制剂证书正在申请中。我们预计同安徽未名一样，未来公司开始盈利后将适时注入上市公司。

8.3. 科兴控股（股票代码：“SVA”）私有化

在 EV71 疫苗获批前夕，为使疫苗业务的关键资产、公司现参股 26.91% 的北京科兴回归上市公司，公司于 2016 年 2 月 3 日牵头发起买方团，向科兴控股提出非约束性私有化要约，并对本次收购事项持高度重视的态度。值得一提的是，科兴控股董事长兼北京科兴总经理尹卫东先生在公司提出私有化要约的前三天，已经率先携手科兴控股第一大股东赛富基金发起买方团，提出私有化要约。也就是说，代表未名医药的北京科兴董事长潘爱华先生与总经理尹卫东先生处在了具有竞争关系的两个买方团，同时启动了科兴控股的私有化进程。由于两大买团实力相当，对标的公司核心资产北京科兴均起到关键作用，截至今日已经僵持超过 14 个月。

买团 A（尹卫东主导）所提交私有化要约的报价为 6.18 美元，相较于 2016 年 1 月 29 日（即科兴控股收到尹卫东先生和赛富基金的内部要约的前一个交易日）收盘价格溢价约 39.44%。买团 B（公司主导）所提交的初步要约的拟定交易价格为每股普通股 7 美元，相较 A 买团溢价约 13.3%。若标的公司特委会最终按此方案接受公司的私有化要约，B 团将以 3.98 亿美元的对价收购科兴控股（折合人民币 27 亿元左右），并大概率立即启动定增方案，将北京科兴余下 73.09% 的股权置入上市公司。由于 A 团参与者还有中金前海等多个第三方投资机构，预计置入上市公司时会有一定的溢价，收购对价大概率在 30 亿元以上。

图 23: SVA 近年业绩情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

8.3.1. 私有化进程一波三折

科兴控股于 2016 年 1 月 29 日收到尹卫东和赛富基金提交的无约束力的私有化收购要约，为评估内部要约，科兴控股董事会随即成立特别委员会。2 月 3 日，发布公告拟参与由中金前海发展（深圳）基金管理有限公司、HENG FENG INVESTMENTS (INTERNATIONAL) LIMITED、FUERDE GLOBAL INVESTMENT LIMITED、北京北大未名生物工程集团有限公司和北大未名（上海）投资控股有限公司等组建的买方团，由买方团向科兴控股董事会及其特别委员会提交无约束力的私有化交易初步要约。

3月23日，公司公告称，北京科兴董事长潘爱华和总经理尹卫东进行了沟通，并达成共识。意味着两个买方团已经开始接触，进入商讨环节。然而，仅仅5天之后，科兴控股董事会便发布了即将实施“股权稀释反收购措施”的公告，即“毒丸计划”。4月8日收盘后登记的所有普通股股东均可享受该项股东权益：如果有任何个人或组织购入超过15%以上公司普通股或者要约收购15%公司普通股，则毒丸将被执行，每一个认股权将使股东有权利以30美元价格买入1/1000的series A优先股，可换得价值60美元的SVA股票。同时声明，董事会有权在触发性事件发生之前的任何时候以0.001美元/认股权赎回。这一措施将公司参与的买团B暂时阻挡在了标的公司的门外，大大延缓了标的公司的私有化进程。

然而，根据SVA 2016年一季报披露，原先仅持股5.95%，位列第四股东的1 Global Capital以16.44%的持股比例出现在第二股东的位置上，成为半路杀出的野蛮人，且并未触发“毒丸”。1 Global Capital的出现加强了私有化结果的不确定性，可以推断，其站在哪方买团的立场上，哪方买团便会拥有更高的胜算。

4月17日，公司公告拟与未名集团、上海未名在上海成立专项并购基金，专用于科兴控股私有化收购项目，并且明确提出，标的资产可以通过资产重组注入上市公司方式实现投资退出，对买方团私有化科兴控股之后的规划给出了预期。4月27日，买团B聘请的中介机构与科兴控股董事会之特别委员会聘请的财务顾问及法律顾问进行了初步沟通，事情进展进入相持阶段。

2016年12月，局面出现了变化。北京市第一中级人民法院公布了一份刑事判决书，国家食品药品监督管理局药品审评中心原副主任尹红章之妻郭某因受贿罪被判判处有期徒刑，A团牵涉其中，SVA股价下跌，公司审计委员会随即介入调查。我们认为，本次事件大大降低了A团的胜算，相持阶段实质上已经打破。

2017年3月24日，如我们先前预测，SVA董事会对“毒丸计划”进行了一年的延期，但已无碍大局，若特委会最终确认接受某个买团的要约，董事会可随时赎回认股权，从而取消“毒丸”。

表 13: 科兴控股私有化重要节点一览

事件	进度披露
2016 年 1 月 29 日	科兴控股收到董事长尹卫东和赛富基金提交的无约束力的私有化收购要约，为评估内部要约，
2016 年 2 月 1 日	科兴控股董事会针对私有化要约成立特别委员会。
2016 年 2 月 3 日	公司发布拟参与向科兴控股提交无约束力的私有化交易要约的提示性公告，初步要约的拟定交易价格为每股 7 美元
2016 年 2 月 17 日	公司发布进展公告，称尚未收到特委会回复
2016 年 3 月 23 日	北京科兴生物制品有限公司董事长潘爱华先生和总经理尹卫东先生已进行了沟通，达成共识
2016 年 3 月 28 日	科兴控股发布股东权益计划（毒丸计划），4 月 8 日收盘后登记的所有股东均可享受该权益，该权益有效期至 2017 年 3 月 27 日
2016 年 3 月 30 日	1 Global Capital 出现在科兴控股第二大股东的位置上（1 月底时仅持股 5.95%），未触发毒丸计划
2016 年 4 月 13 日	为评估私有化交易要约，科兴控股董事会之特别委员会已聘请了法律顾问、财务顾问等中介机构。
2016 年 4 月 17 日	公司公告拟与未名集团、上海未名在上海成立专项并购基金，专用于科兴控股私有化收购项目。明确提出，标的资产可通过资产重组注入上市公司方式从而实现投资退出
2016 年 4 月 20 日	无进展
2016 年 4 月 27 日	科兴控股董事会之特别委员会聘请的财务顾问及法律顾问已与买方团聘请的中介机构进行了初步沟通。
2016 年 12 月 21 日	北京市第一中级人民法院公布了一份刑事判决书，国家食品药品监督管理总局药品审评中心原副主任尹红章之妻郭某因受贿罪被判处有期徒刑，A 团牵涉其中。
2016 年 12 月 23 日	科兴控股审计委员会展开对有关指控的调查
2017 年 3 月 14 日	公司公告私有化事项仍在正常推进中，并说明债券募集资金全部用于补流不影响公司参与私有化收购科兴控股的交易事项
2017 年 3 月 14 日	科兴控股发布公告，毒丸计划权益有效期延至 2018 年 3 月 27 日

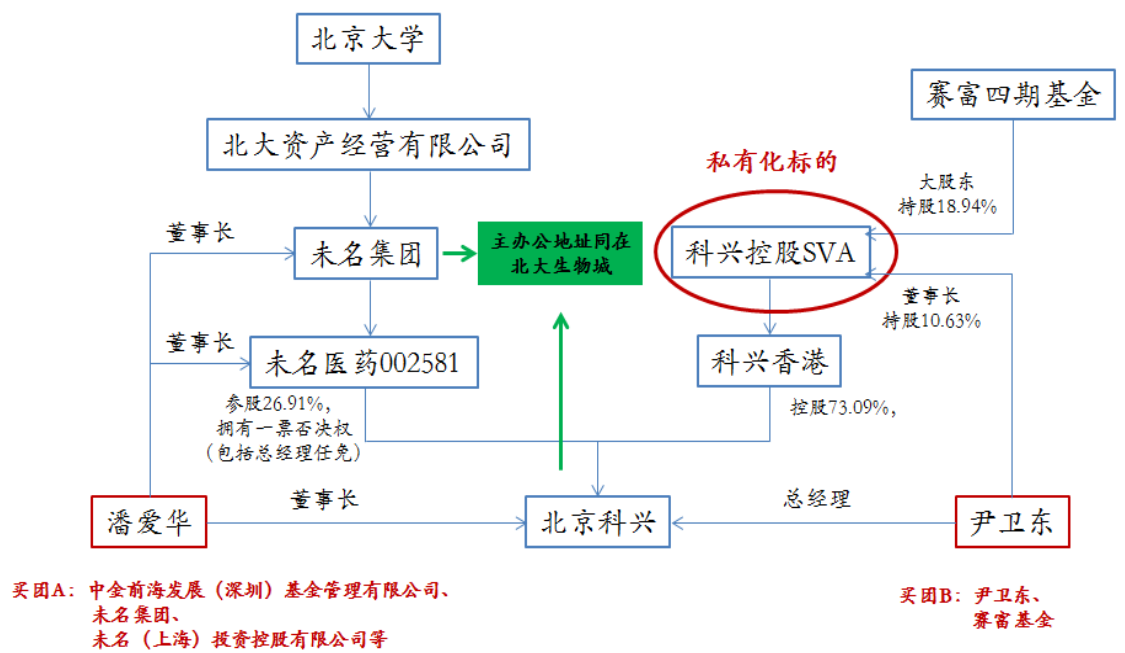
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

8.3.2. 公司与 SVA 的历史渊源

不同于一般的中概股私有化，参与竞争科兴控股的两个买方团渊源极深。1994 年，北大未名集团收购了经营状况不佳的深圳科兴，潘爱华先生和时任未名集团董事长的陈章良先生一起率领一批年轻博士，在短短几年时间为深圳科兴重新带来了生机。2001 年北京科兴生物制品有限公司成立，主营人用疫苗的研发和生产，注册资本 1 亿元，深圳科兴占比 51%。尹卫东先生自此开始担任北京科兴总经理。2002 年，深圳科兴将全部股权转让给未名集团。从此，未名集团成为北京科兴的直接控股股东，后随着北京科兴的发展壮大，未名集团逐步降低了持股比例。2013 年，未名集团将其持有的北京科兴 26.91% 的股权转让至子公司未名生物医药有限公司（原北大之路生物工程有限公司）。迄今为止，三个公司的总部和经营场所仍然在一起，管理层方面也是交织在一起。

北京科兴董事长潘爱华先生拥有北京大学生物化学博士学位，现任北京大学教授，北京市场经济研究所高级研究员，属于生物学、经济学双料专家。总经理尹卫东先生，曾是唐山市卫生防疫站的流行病医生，目前是到全球 50 位杰出华人科技企业家之一。双方一起共事多年，共同把北京科兴的疫苗事业发展壮大，都是北京科兴的元老和基石。

图 24：北京科兴与两大买方团关系示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

8.3.3. 公司对 SVA 核心资产北京科兴拥有绝对控制权

科兴控股是一家中外合资有限责任公司。根据我国《中华人民共和国中外合资经营企业法实施条例》：董事会是合营企业的最高权力机构，而非股东会。据科兴控股的风险提示，根据北京科兴的公司章程，公司少数股东未名医药有权指派一名董事会成员，而公司重大事项的变更，如：业务线变化、经营范围扩大、注册资本转让、公司财产抵押或担保、更改公司组织形式、任命或撤职总经理等，均需要获得全体董事会成员一致同意。简而言之，虽然未名医药身为小股东，对北京科兴的重大事件却拥有一票否决权，甚至可以直接决定总经理的任免，对该公司几乎拥有绝对控制权。

8.3.4. 事件发展展望

目前，科兴控股私有化结果尚无定论，两个买方团实力基本相当，有待 SVA 特委会作出最终的判断。但我们认为，事情的发展总是有迹可循。尹卫东先生和赛富基金合计持股比例超过 29%，若无法达成共识，未名买方团的行动将面临很大的阻力；而另一种情况，尹卫东先生的买方团主导私有化，即便获得成功，若之后选择回国发展，由于核心资产北京科兴受未名医药“一票否决权”的影响，势必还是要选择与未名方合作。所以，事件的发展大概率只有一个结局：那就是双方实现深度合作，共同实现科兴控股的回归。

我们预计，事情不会无限制拖延，今年年底之内，SVA 私有化大概率会有明确进展，北京科兴完全注入上市公司已经可以纳入预期，在 EV71 销售放量的带动之下，公司未来的业绩弹性将极具想象空间。

9. 盈利预测与投资评级

9.1. 现有业务稳定，成长空间巨大

资产重组完成之后，公司形成农药、医药中间体与生物制药双发驱动的业务格局。原甲酸三甲酯与原甲酸三乙酯产能已达 22000 吨，龙头地位稳固，竞争优势明显，有望为公司创造稳定的现金流。生物制药业务将是公司未来主要的业绩增长点，

虽然目前利润主要来源于核心品种恩经复，未来随着 EV71 疫苗的崛起以及干扰素的业绩反转，业务结构将逐渐多元化。科兴控股的私有化要约打开了公司的中期想象空间，若北京科兴完全注入，公司价值将被重估。总的来说，公司现有业务稳定，成长空间巨大，依托于北京大学的技术平台，未来将有望发展成为大格局的制药公司。

9.2. 关键假设

- 核心盈利品种恩经复营销渠道下沉，扩大基层医院市场份额，视神经损伤等新适应症逐渐获批，未来 3 年复合增速达到 15-20%；
- 中间体业务市场格局稳定，依靠着细分市场龙头的地位，每年贡献 1 亿元左右的净利润；
- 天津未名的干扰素业务随着新设备的投产以及营销力度的加强，2016 年实现扭亏为盈；
- 科兴控股私有化暂不纳入预期，仅作备考利润的假设分析，若未来北京科兴完全注入上市公司，则公司价值将被重估。

9.3. 盈利预测与投资评级

公司 2016-18 年盈利预测如表 13 所示：

表 14：未名医药未来三年盈利预测

单位：亿元	2016E	2017E	2018E
未名生物	3.00	3.50	4.10
山东未名	0.90	0.95	1.00
天津未名 (60%)	-0.10	0.15	0.35
北京科兴 (26.91%)	1.38	3.87	5.90
合计归母净利润	4.23	5.58	6.90

资料来源：安信证券研究中心

不考虑科兴生物私有化并注入后带来的巨大业绩增厚预期，我们预计，公司 2016 年-18 年的收入增速分别为 47.80%、27.32%、17.43%，净利润增速分别为 47.80%、27.32%、17.43%；净利润分别为 4.23/5.58/6.90 亿元，EPS 分别为 0.64、0.85、1.05 元，当前股价对应估值分别为 40X/30X/24X。相比其他疫苗公司平均 60 倍以上的估值水平，显著被低估。维持买入-A 的投资评级，未来 12 个月目标价为 34.00 元。

表 15：可比公司估值一览

公司名称	代码	股价	EPS			PE		
		元	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
智飞生物	300122.SZ	18.6	0.02	0.30	0.43	930	62	43
康泰生物	300601.SZ	29.57	0.23	0.29	0.35	129	102	84
沃森生物	300142.SZ	12.43	0.05	0.09	0.14	249	138	89
长生生物	002680.SZ	16.79	0.44	0.52	0.61	38	32	28
未名医药	002581.SZ	25.6	0.64	0.85	1.03	40	30	25

资料来源：Wind，安信证券研究中心

其次，我们预计，科兴生物 2017/2018 年净利润分别为 3.9 亿和 5.4 亿元，假如 SVA 私有化进展顺利，北京科兴 73.09% 的股权顺利进行，则对应净利润部分分别为 2.85 亿和 3.95 亿元，我们预计，这部分股权注入上市公司的作价低于 40 亿元（私有化成本预计 28 亿元左右），则对应 2017/2018 年估值仅 14/10 倍，极大增厚公司利润，且有利于大幅提升公司的估值水平（疫苗企业一级市场的并购 PE 通常都不低于 50 倍）。

考虑私有化后的备考利润，假设私有化成本为 40 亿元，则 2017~2018 年备考净利润分别为 8.45/10.85 亿元，当前市值为 169 亿元，增加 40 亿市值后，对应 2017~2018 年估值分别为 25/19 倍，

10. 风险提示

- 恩经复收入增速不达预期；
- EV71 疫苗销售不及预期；
- 北京科兴传统疫苗业绩不确定性较大；
- 科兴生物私有化进程慢于预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	319.1	858.3	1,268.5	1,615.0	1,896.6	成长性					
减:营业成本	191.6	142.4	319.4	423.0	471.9	营业收入增长率	0.6%	168.9%	47.8%	27.3%	17.4%
营业税费	2.9	4.0	9.7	11.5	12.3	营业利润增长率	-7.9%	192.8%	79.4%	37.8%	24.9%
销售费用	12.9	347.4	348.8	452.2	531.0	净利润增长率	-7.4%	207.1%	69.1%	31.9%	23.6%
管理费用	28.1	85.3	120.5	155.0	182.1	EBITDA 增长率	-3.8%	236.6%	71.1%	37.6%	27.8%
财务费用	-9.8	8.5	4.1	-13.8	-16.6	EBIT 增长率	-9.8%	236.8%	75.4%	33.9%	25.0%
资产减值损失	-0.1	7.9	8.0	9.0	9.0	NOPLAT 增长率	-10.0%	237.1%	75.0%	33.9%	25.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.6%	364.5%	1.9%	46.0%	11.1%
投资和汇兑收益	0.8	13.3	37.1	104.3	145.5	净资产增长率	1.5%	186.1%	19.7%	22.9%	23.3%
营业利润	94.3	276.1	495.2	682.4	852.4	利润率					
加:营业外净收支	1.4	5.9	2.6	8.7	10.9	毛利率	40.0%	83.4%	74.8%	73.8%	75.1%
利润总额	95.7	282.0	497.8	691.1	863.3	营业利润率	29.5%	32.2%	39.0%	42.2%	44.9%
减:所得税	14.2	41.7	74.7	103.7	129.5	净利润率	25.5%	29.2%	33.4%	34.6%	36.4%
净利润	81.5	250.3	423.1	558.0	689.8	EBITDA/营业收入	30.4%	38.1%	44.1%	47.7%	51.9%
						EBIT/营业收入	26.5%	33.2%	39.4%	41.4%	44.1%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	123	126	157	170	185
货币资金	453.9	873.7	1,157.0	1,104.8	1,612.7	流动营业资本周转天数	100	110	97	103	127
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	648	418	423	390	417
应收账款	37.0	304.5	118.3	420.0	422.9	应收账款周转天数	42	72	60	60	80
应收票据	37.2	168.5	134.6	251.2	201.8	存货周转天数	33	20	25	29	30
预付账款	11.8	7.9	31.1	20.6	37.1	总资产周转天数	870	668	739	690	716
存货	32.5	62.2	115.3	143.2	171.4	投资资本周转天数	318	349	392	382	408
其他流动资产	0.3	3.4	3.0	3.0	3.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.9%	11.2%	16.5%	18.6%	18.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.6%	9.9%	15.2%	17.2%	17.8%
长期股权投资	-	212.5	212.5	212.5	212.5	ROIC	26.8%	82.3%	31.0%	40.7%	34.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	153.8	444.9	658.5	870.8	1,076.6	销售费用率	4.0%	40.5%	27.5%	28.0%	28.0%
在建工程	7.2	29.4	54.4	79.4	99.4	管理费用率	8.8%	9.9%	9.5%	9.6%	9.6%
无形资产	33.8	98.8	94.9	91.1	87.3	财务费用率	-3.1%	1.0%	0.3%	-0.9%	-0.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	9.8%	51.4%	37.3%	36.7%	36.7%
资产总额	769.5	2,415.8	2,790.0	3,405.4	4,134.0	偿债能力					
短期债务	-	109.0	-	-	-	资产负债率	2.6%	11.3%	8.0%	7.4%	5.9%
应付账款	9.6	61.0	80.9	107.1	102.7	负债权益比	2.7%	12.7%	8.7%	8.0%	6.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	32.02	6.04	10.90	11.36	14.77
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	30.21	5.77	10.10	10.52	13.74
长期借款	-	1.0	-	-	-	利息保障倍数	-8.63	33.59	123.20	-48.36	-50.20
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	20.1	271.9	223.0	251.1	245.8	DPS(元)	-	0.05	-	-	-
少数股东权益	-	59.1	59.1	88.5	132.5	分红比率	0.0%	13.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	140.8	229.1	229.1	229.1	229.1	股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	608.6	1,855.6	2,278.7	2,836.8	3,526.5						
股东权益	749.4	2,143.9	2,567.0	3,154.4	3,888.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.12	0.38	0.64	0.85	1.05
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	BVPS(元)	1.14	3.16	3.80	4.65	5.69
净利润	81.5	240.3	423.1	558.0	689.8	PE(X)	207.3	67.5	39.9	30.3	24.5
加:折旧和摊销	12.7	43.6	60.2	101.5	148.1	PB(X)	22.5	8.1	6.7	5.5	4.5
资产减值准备	-0.1	7.9	-	-	-	P/FCF	303.1	-23.8	20.7	-70.2	12.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	52.9	19.7	13.3	10.5	8.9
财务费用	-	16.7	4.1	-13.8	-16.6	EV/EBITDA	44.9	22.2	8.5	6.3	4.4
投资损失	-0.8	-13.3	-37.1	-104.3	-145.5	CAGR(%)	93.2%	45.1%	68.8%	93.2%	45.1%
少数股东损益	-	-10.0	-	29.4	44.0	PEG	2.2	1.5	0.6	0.3	0.5
营运资金的变动	-15.8	-84.5	209.0	-405.6	-3.5	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	80.1	137.7	659.3	165.2	716.2	REP					
投资活动产生现金流量	-17.7	497.5	-258.4	-231.3	-225.0						
融资活动产生现金流量	-76.3	-131.8	-117.7	13.8	16.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周小刚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034