

爱建证券有限责任公司 研究所

分析师：刘孙亮

执业编号：S0820513120002

TEL: 021-32229888-25517

E-mail: liusunliang@ajzq.com

联系人：李东升

执业编号：S0820116070030

TEL: 021-32229888-33352



(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	2.55%	14.04%	15.09%
相对表现	4.21%	14.08%	3.59%

评级：推荐（维持）

基础数据

收盘价(2017-05-23)	12.72
目标价(未来个月)	-
52 周内高	14.42
52 周内低	10.93
总市值(百万元)	12836.35
流通市值(百万元)	10968.43
总股本(百万股)	1009.15
已流通(百万股)	862.30
限售股(百万股)	146.85
每股净资产(元)	3.46

数据来源：WIND，爱建证券研究所

相关报告：恩华药业(002262)深度报告：国内 CNS 药物龙头，市场空间与发展潜力佳

医药生物行业

证券研究报告 公司跟踪报告

发布日期 2017 年 5 月 24 日 星期三

高管增持公司股份，长期稳定成长信心足

事件：公司董事长孙彭生先生于昨日以自有资金、集中竞价方式增持公司股票 490500 股，成交均价为 12.96 元/股，增持后占公司总股本的 4.82%。

核心观点

- 招标推进，公司业绩限制因素有望逐步消除。**公司在 2012-2015 年间净利润增速处于下滑状态，主要与此期间各省招标进展滞后，导致新上市产品如右美托咪定、度洛西汀、瑞芬太尼、阿立哌唑进入各省招标数量较少有关。2017-2018 年多个省份将完成新一轮招标，公司新上市的产品有望进入到更多省份，这些产品均为治疗性专科用药，竞争格局较好，同时公司在麻醉、精神用药渠道布局完善，进入后放量进程速度较快。新产品的逐步上市，带动公司毛利率不断提升，盈利能力不断增强，限制公司业绩的因素有望逐步消除。
- 老产品有望保持稳健增长，新产品提供发展新动力。**老产品线中的主力产品咪达唑仑、依托咪酯等，市场份额优势明显，竞争格局较好，在科室拓展及手术量稳定增长背景下，有望保持目前稳定增长水平。新产品方面，右美托咪定、瑞芬太尼、度洛西汀、阿立哌唑市场潜力较大，有望进入更多省市医保目录，快速放量。新产品普遍毛利水平高于老产品，随着新老产品顺利平稳更迭，新产品市场潜力将逐步释放，成为公司发展新动力。
- 高管增持公司股份，彰显发展信心。**公司董事长增持 49 万余股，是继 2016 年 6 月高管增持之后的又一次增持行动，彰显公司管理层对公司未来持续成长的坚定信心。公司所处的中枢神经系统药物领域行政、销售壁垒较高，同时公司具备较强的研发能力、产品组合拓展能力、销售能力以及正确的发展战略、优秀的管理层，这些是确保公司稳定成长的内在核心壁垒。整体上看，公司外在壁垒与内在核心竞争力兼具，未来持久稳定成长确定性较强。
- 投资建议：**公司是国内 CNS 药物领域龙头，我们认为该领域政策、销售壁垒较高，同时公司具备较强的研发能力、产品集群组合能力、产品销售能力以及正确的发展战略、优秀的管理层，这些将为公司长期稳定发展提供双保险、双引擎。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.38、0.47、0.57 元，同比分别增长 22.74%、23.88%、23.03%，对应估值分别为 36X、29X、23X，我们看好公司的长期发展，维持“推荐”评级。

■ 风险提示

招标降价幅度大于预期，新产品销售进度低于预期，在研产品获批进展延后。

表1 公司主要财务指标

财务预测简表(单位: 百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3017.8	3325.1	3662.3	4050.2
增长率	9.1%	10.2%	10.1%	10.6%
归属母公司股东净利润	309.74	380.19	470.97	579.45
增长率	19.9%	22.7%	23.9%	23.0%
每股收益(EPS)	0.31	0.38	0.47	0.57

数据来源: wind, 爱建证券研究所预测

附：公司财务报表预测(单位：百万元)

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	656.69	655.63	1015.21	1538.41	2234.87		经营性现金净流	204.77	277.75	911.27	465.36	829.81
应收和预付款项	677.58	839.60	731.93	1003.02	919.23		投资性现金净流	-216.44	-238.46	6.45	6.45	6.45
存货	270.89	296.70	156.20	368.37	234.36		筹资性现金净流	361.93	-15.16	-307.91	-29.78	-12.97
其他流动资产	0.66	121.19	121.19	121.19	121.19		现金流量净额	350.32	24.30	609.81	442.03	823.28
无形资产和开发支出	81.80	78.06	68.17	58.28	48.39							
其他非流动资产	57.74	99.21	98.18	97.16	97.16							
资产总计	2450.94	2854.88	2824.64	3689.44	4027.46		财务分析及估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
短期借款	238.00	263.00	0.00	0.00	0.00		收益率					
应付和预收款项	385.39	467.73	353.50	565.92	460.93		毛利率	41.88%	46.09%	44.94%	47.26%	49.10%
长期借款	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23		三费/销售收入	29.75%	32.78%	30.39%	31.07%	31.25%
其他负债	0.00	0.00	131.28	-52.97	81.40		EBIT/销售收入	11.29%	11.80%	12.66%	13.98%	15.31%
负债合计	623.62	730.96	353.73	566.15	461.16		EBITDA/销售收	13.09%	13.52%	16.20%	17.19%	18.19%
股本	485.17	630.72	630.72	630.72	630.72		销售净利率	9.23%	10.00%	11.14%	12.53%	13.93%
资本公积	534.73	389.51	389.51	389.51	389.51		资产获利率					
留存收益	794.73	1075.36	1421.84	2116.44	2541.75		ROE	14.24%	14.78%	15.57%	15.01%	16.27%
归属母公司股东权益	1814.63	2095.59	2442.07	3136.67	3561.98		ROA	12.75%	12.48%	14.91%	13.87%	15.40%
少数股东权益	12.69	28.33	10.87	-6.03	-22.70		ROIC	22.99%	20.02%	20.26%	29.68%	32.50%
股东权益合计	1827.32	2123.92	2452.93	3130.64	3539.28		增长率					
负债和股东权益合计	2450.94	2854.88	2806.67	3689.44	4027.46		销售收入增长率	10.60%	9.08%	10.18%	10.14%	10.59%
利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		EBIT 增长率	14.12%	13.98%	18.21%	21.57%	21.15%
利润表							EBITDA 增长率	14.02%	12.66%	32.03%	16.87%	17.04%
营业收入	2766.57	3017.79	3325.13	3662.32	4050.17		净利润增长率	15.38%	18.18%	22.74%	23.88%	23.03%
减: 营业成本	1607.82	1626.86	1830.82	1931.53	2061.53		总资产增长率	33.36%	16.48%	-1.06%	30.62%	9.16%
营业税金及附加	25.32	34.07	31.59	36.62	42.53		股东权益增长率	73.93%	15.48%	16.53%	28.44%	13.56%
营业费用	660.33	815.56	831.28	952.20	1073.30		经营营运资本增长率	31.30%	38.64%	-15.96%	39.79%	-11.31%
管理费用	150.55	175.36	193.19	212.81	235.34		资本结构					
财务费用	12.04	-1.72	-13.95	-27.07	-43.05		资产负债率	25.44%	25.60%	12.52%	15.35%	11.45%
资产减值损失	16.60	24.14	24.14	24.14	24.14		投资资本/总资	58.61%	60.76%	51.12%	43.42%	32.73%
加: 投资收益	0.00	0.74	0.00	0.00	0.00		带息债务/总负	38.20%	36.01%	0.07%	0.04%	0.05%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		流动比率	2.58	2.62	5.73	5.36	7.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		速动比率	2.14	2.05	4.94	4.49	6.84
营业利润	293.89	344.26	428.06	532.08	656.39		股利支付率	9.13%	9.40%	8.87%	8.87%	8.87%
加: 其他非经营损益	7.08	14.24	7.58	7.58	7.58		收益留存率	90.87%	90.60%	91.13%	91.13%	91.13%
利润总额	300.97	358.49	435.65	539.67	663.98		资产管理效率					
减: 所得税	45.69	56.81	65.35	80.95	99.60		总资产周转率	1.13	1.06	1.18	0.99	1.01
净利润	255.28	301.69	370.30	458.72	564.38		固定资产周转率	10.89	7.33	5.51	7.69	11.59
减: 少数股东损益	-3.07	-8.06	-9.89	-12.25	-15.07		应收账款周转率	4.52	4.16	4.78	4.22	4.70
归属母公司股东净利润	258.35	309.74	380.19	470.97	579.45		存货周转率	5.94	5.48	11.72	5.24	8.80

数据来源：wind，爱建证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要免责声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com