



设立子公司, 实业资本双重国际化

买入 维持

事件:

近日, 公司发布公告, 拟出资 1.8 亿美元在香港设立全资子公司, 从事海外医药产业投资, 包括但不限于股权转让、技术合作等, 为加速拓展国际市场。

点评:

- **实业国际化模式取得阶段性进展。**公司的国际化定位研发和市场的两头国际化。国际方面, 公司与英士柏公司在美国合资设立人福普克, 从事研发和欧美市场拓展, 目前已获得了近 20 个 FDA 药品证书。国内方面, 公司按照 FDA 标准设计建造的人福普克药品出口基地, 已通过美国权威质量体系验证机构 UL-STR 的认证, 成为中国第一家 cGMP 软胶囊生产厂家, 目前已有 5000 万粒非处方药软胶囊进入美国市场。
- **设立香港子公司, 从事海外投资, 加快国际化进程。**公司 1.8 亿美元设立的香港子公司主要从事海外医药产业投资, 包括但不限于股权转让、技术合作等。在实业国际化取得一定成果的基础上, 借助资本国际化运作, 通过收购兼并等方式, 有利于补充国际化过程中品种、技术和管理方面的短板, 加速拓展国际市场。但国内药企国际化没有成功案例, 公司两头在外的国际化模式的后续盈利能力仍需观察。
- **盈利预测。**公司在麻醉镇痛药、生育调节药和维药的优势地位明显, 受益住院手术人数增加、产品替代升级以及高壁垒性, 麻醉药品部分将会继续保持 30% 左右增长, 公司通过外延收购和内部整合, 其他产业有望保持高增长。独家新品种氢吗啡酮和纳布啡先后获批, 进一步巩固公司在麻药领域的领导地位。预计公司 13-15 年的 EPS 分别为 0.84、1.10 和 1.45 元, 对应的 PE 分别为 32 倍、24 倍和 18 倍, 尽管短期存在麻药降价压力, 但长期投资价值不变, 维持买入评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	3621.44	5317.09	6407.10	8008.87	10011.09
增长率(%)	64.25	46.82	20.50%	25.00%	25.00%
归母净利润(百万)	300.35	405.99	442.39	581.58	765.90
增长率(%)	38.75	35.17	8.97%	31.46%	31.69%
每股收益	0.61	0.82	0.84	1.10	1.45
市盈率	14.00	10.36	31.67	24.09	18.30

医药研究组

分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

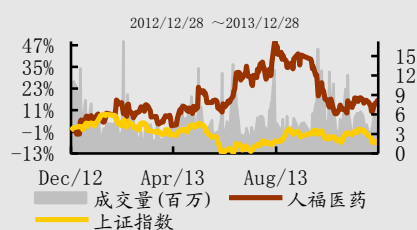
研究助理:

王晓锋

电话: 010-88085990

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《医药周报: 关注乙肝疫苗安全问题》
2013/12/22
- 《医药周报: 关注药品质量安全》
2013/12/15
- 《益佰制药: 产品梯队齐全, 销售能力突出》
2013/12/12
- 《贵州百灵: 募投项目投产, 静待银丹发力》
2013/12/12
- 《14 年策略报告: 政策扰动, 分化成长》
2013/12/11
- 《医药周报: 新版 GMP 认证通过率仅三成》
2013/11/4

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2204.80	3621.44	5317.09	6407.10	8008.87	10011.09
减: 营业成本	1179.52	2134.58	3198.92	3844.26	4725.23	5906.54
营业税金及附加	33.41	65.55	107.87	129.98	162.48	203.10
营业费用	416.74	576.92	835.65	1089.21	1345.49	1651.83
管理费用	197.79	288.66	415.37	525.38	672.75	820.91
财务费用	41.42	77.81	135.62	159.35	206.84	239.59
资产减值损失	5.83	10.56	45.20	10.00	10.00	10.00
加: 投资收益	23.22	27.84	52.66	25.00	20.00	20.00
营业利润	353.30	495.19	631.13	673.92	906.09	1199.12
加: 其他非经营损益	14.66	10.33	64.71	25.00	15.00	15.00
利润总额	367.96	505.52	695.84	698.92	921.09	1214.12
减: 所得税	63.87	76.22	132.50	101.09	135.16	179.12
净利润	304.09	429.30	563.34	597.83	785.92	1035.00
减: 少数股东损益	87.62	128.95	157.35	155.44	204.34	269.10
归属母公司股东净利润	216.47	300.35	405.99	442.39	581.58	765.90
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	391.27	632.55	757.53	1343.11	1997.18	2505.36
应收和预付款项	1180.10	1805.47	2819.99	3499.04	4286.21	5346.68
存货	631.91	930.32	756.61	879.24	1010.85	1176.76
长期股权投资	831.64	1146.54	411.43	436.43	456.43	476.43
固定资产和在建工程	637.50	1053.98	1628.81	1969.25	2209.68	2306.80
无形资产和开发支出	326.70	451.67	1288.29	1234.64	1180.98	1125.42
其他非流动资产	0.32	1.58	4.77	2.39	0.00	0.00
资产总计	4148.22	6022.11	7667.43	9364.10	11141.35	12937.46
短期借款	916.95	1072.12	1362.15	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	845.41	1143.63	1197.27	1192.92	1229.80	1250.92
长期借款	34.00	226.50	965.21	3465.21	4465.21	5265.21
其他负债	24.22	440.90	493.18	493.18	493.18	493.18
负债合计	1820.58	2883.15	4017.82	5151.31	6188.20	7009.31
股本	471.59	493.44	493.44	493.44	493.44	493.44
资本公积	736.72	1131.43	1132.47	1132.47	1132.47	1132.47
留存收益	744.03	1025.68	1396.45	1804.18	2340.20	3046.10
归属母公司股东权益	1952.34	2650.56	3022.36	3430.10	3966.12	4672.01
少数股东权益	375.30	488.40	627.26	782.69	987.03	1256.13
股东权益合计	2327.65	3138.96	3649.62	4212.79	4953.15	5928.14
负债和股东权益合计	4148.22	6022.11	7667.43	9364.10	11141.35	12937.46
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	113.54	96.79	188.46	101.27	277.70	285.01
投资性现金净流量	-482.93	-820.99	-706.05	-478.75	-387.25	-287.25
筹资性现金净流量	244.94	954.33	714.04	963.06	763.62	510.42
现金流量净额	-125.16	229.52	193.86	585.58	654.07	508.18

作者简介:

卫雯清: 宏源证券医药行业分析师, 中国科学技术大学生物学硕士。主要研究覆盖公司有红日药业、戴维医疗、康缘药业、中新药业等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源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。