

贝科能持续受益医保, 在研品种前景看好

投资要点

- 事件:** 2013年公司营业收入、归属上市公司股东净利润分别为11.62亿元、5.77亿元, 同比增长15.37%、20.04%, 扣非后归属上市公司股东净利润为5.47亿, 同比增长17.02%; 销售费用、管理费用、财务费用分别为0.31亿、1.30亿、-0.13亿, 同比增长-10.46%、16.77%、-10.90%; 基本每股收益为1.26元, 同比增长20.04%。14年1季度营收、扣非后净利分别为2.88亿、1.59亿, 同比增长24.83%、30.09%。
- 财务状况:** 营业收入增加的主要原因是扶济复、贝科能、胸腺五肽、奥曲肽、生长抑素等销售增长所致。公司生物药和生化药销量增加40.21%, 收入增速低于销量增速的原因是高开比例下降和二线品种竞争性降价。扣非后净利增速快于营收增速的原因是: 1) 研发费用增速低于营收增速; 2) 服务费和差旅费的下降致销售费用同比下降; 3) 利息收入较上年增加值财务费用同比下降。
- 拳头产品贝科能持续增长, 仍将受益医保调整。** 公司的贝科能(复合辅酶)是市场上独家的全科免疫增强剂, 覆盖其他单一辅酶的适应症。受益于纳入05年和10年部分地区的医保, 贝科能经历了两次快速的发展, 且目前处于部分地区10年医保放量的稳定期。PDB样本数据显示05年至03年复合增长率为30.91%, 估计13年公司销售额为7亿。目前该产品仍没有进入包括上海、浙江、广东等7个省份的医保, 有望下一轮增补地方医保; 且今明两年国家将调整医保目录, 得到市场广泛认可的贝科能有望增补国家医保, 实现全国放量。公司销售渠道的下沉和县级公立医院的国家改革力度也将使基层市场成为贝科能的新增长点。我们预计未来2-3年贝科能仍将保持20-30%的增长速度。
- 二线品种布局大领域, 集群效应明显。** 公司拥有肿瘤辅助用药(立生素、欣吉尔、迈格乐、胸腺五肽)、创伤修复药(扶济复)、抗肿瘤药(替莫唑胺、三氧化二砷、紫杉醇)、肝病用药(阿德福韦酯)等丰富的二线品种。其中扶济复的冻干剂型进入09版国家医保和凝胶剂型的问世有望促其保持50%左右的增速; 肿瘤辅助用药市场成熟、格局稳定、增长稳定, 公司多个产品形成协同效应, 预计保持10%左右的增速; 替莫唑胺是治疗胶质瘤的一线用药, 市场竞争压力小, 有望在今年招标中有所斩获, 开始为公司创造利润。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1161.78	1443.79	1942.74	2520.46
增长率	15.37%	24.27%	34.56%	29.74%
归属母公司净利润(百万元)	577.40	716.58	952.96	1257.39
增长率	20.04%	24.10%	32.99%	31.95%
每股收益EPS(元)	1.26	1.57	2.09	2.75
净资产收益率ROE	22.50%	22.28%	23.36%	24.09%
PE	33.23	26.78	20.13	15.26
PB	7.48	5.97	4.70	3.68

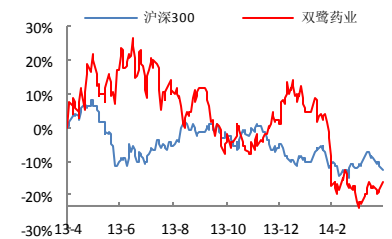
数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 023-63812537
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

研究助理: 何治力
电话: 023-67898264
邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

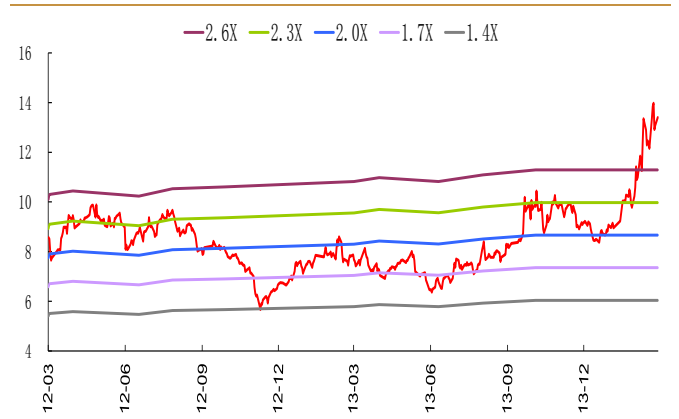
总股本(亿股)	4.57
流通A股(亿股)	3.77
52周内股价区间(元)	37.6-63.9
总市值(亿元)	191.87
总资产(亿元)	28.70
每股净资产(元)	5.98

相关研究

- 在研品种丰富，前景想象空间大。** 治疗骨髓增生性异常和多发性骨髓瘤的来那度胺目前处于生产批件申报阶段；原研细胞基因公司 13 年全球销量 42.8 亿美金，同比增长 14%；国内市场估计 20 亿元左右，竞争结构良好，预计公司成为第 4 家，但是面临挑战原研用途专利的困境，上市时间估计 15 年。治疗慢性粒细胞白血病的达沙替尼目前处于生产批件在审阶段，预计 14 年将获批；原研施贵宝 13 年全球销量 12 亿美元，国内 PDB 样本数据 13 年同比增长 3603.8%，预计给公司带来 1-2 亿的收入。另外还有显著延长药物作用时间的长效立生素（III 期临床）、治疗老年痴呆症的泰思胶囊（III 期临床）、治疗骨质疏松的重组人甲状旁腺激素（II 期临床）、治疗男性不孕不育的 818 项目（I 期临床）市场前进都很广阔。公司的在研产品厚度和潜力赋予未来 2-3 年可观的想象空间。
- 估值分析与投资策略。** 我们预测：2014 年、2015 年、2016 年的 EPS 分别为 1.57 元、2.09 元、2.75 元，对应 PE 分别为 27X、20X、15X。我们认为：公司核心产品贝科能将持续收益于医保的放量，并且公司销售渠道的下沉和县级公立医院的国家改革力度也将使基层市场成为贝科能的新增长点；二线品种集中于大病领域，规模效应明显，对贝科能实现锦上添花；丰富的在研品种保证了公司未来 2-3 年业绩持续的增长动力，不断地注入新鲜血液。建议投资者关注，首次给予“买入”评级。
- 风险提示：** 1) 贝科能基层市场开拓低于预期； 2) 在研品种上市低于预期。

图 1: 公司 PE-Band 分布


数据来源: Wind,西南证券

图 2: PB-Band 分布


数据来源: Wind,西南证券

附：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	782.60	1304.32	1828.80	2758.11	营业收入	1161.7	1443.79	1942.74	2520.46
应收和预付款项	569.63	712.29	1013.56	1226.25	减:营业成本	378.62	468.43	631.42	820.08
存货	110.89	102.09	185.00	187.87	营业税金及附加	13.92	17.30	23.28	30.21
其他流动资产	214.43	214.43	214.43	214.43	营业费用	31.13	28.88	38.85	50.41
长期股权投资	217.86	217.86	217.86	217.86	管理费用	130.30	163.87	233.13	277.25
投资性房地产	23.14	23.14	23.14	23.14	财务费用	-12.68	-16.48	-24.25	-32.60
固定资产和在建工程	359.35	349.54	339.73	329.92	资产减值损失	4.40	4.40	4.40	4.40
无形资产和开发支出	184.48	173.65	162.82	151.99	加:投资收益	38.71	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	194.54	194.54	194.54	194.54	公允价值变动损益	-0.17	0.00	0.00	0.00
资产总计	2656.92	3291.86	4179.87	5304.10	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	654.63	777.40	1035.90	1370.72
应付和预收款项	45.41	37.13	69.74	65.30	加:其他非经营损益	19.05	57.77	74.77	94.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	673.67	835.17	1110.68	1465.49
其他负债	22.50	22.50	22.50	22.50	减:所得税	101.66	125.28	166.60	219.82
负债合计	67.91	59.63	92.24	87.80	净利润	572.01	709.89	944.08	1245.67
股本	456.84	456.84	456.84	456.84	减:少数股东损益	-5.38	-6.68	-8.89	-11.73
资本公积	40.77	40.77	40.77	40.77	归属母公司股东净利润	577.40	716.58	952.96	1257.39
留存收益	2068.05	2717.96	3582.25	4722.65	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	2565.66	3215.57	4079.86	5220.26	经营性现金净流量	347.60	515.81	514.34	914.14
少数股东权益	23.35	16.66	7.78	-3.95	投资性现金净流量	-150.0	49.11	63.56	80.56
股东权益合计	2589.01	3232.23	4087.64	5216.31	筹资性现金净流量	-94.93	-43.20	-53.42	-65.39
负债和股东权益合计	2656.92	3291.86	4179.87	5304.10	现金流量净额	102.28	521.72	524.48	929.30

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，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，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

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

西南证券研究发展中心

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
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

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 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn