

签订抗肿瘤建设项目，迈入蓝海

投资要点

- **事件：**公司与宁波杭州湾新区开发建设委员会签订《投资协议书》，拟投资10亿元建设“抗肿瘤药物和口服固体制剂产品的研发和生产项目”；我们前期也对公司进行了调研，就经营情况及未来发展与公司高管进行了交流。
- **事件点评。**我们认为该项目的建成投产将优化产品结构，丰富产品线。公司的多肽产品胸腺法新等占13年公司销售收入78%，而其它产品占比相对较小。尽管公司在研产品较多，如盐酸美金刚胶囊（处于在审评阶段）、艾塞那肽（已经完成临床，即将进入生产申报环节）、依替巴肽（重新做临床）等产品，具体涉及老年痴呆、糖尿病等领域，但涉及肿瘤领域的产品相对较少。通过本项目建设，将对肿瘤产品线形成很好的覆盖，因此具有战略意义。
- **核心产品注射用胸腺法新增长稳定。**注射用胸腺法新（胸腺肽 $\alpha 1$ ）是公司的核心产品，2013年占总收入的66.25%，目前该产品面临着三大发展机遇：**1）国内市场胸腺法新的进口替代趋势明显。**从目前的样本医院市场格局来看，意大利蒙沙培森、成都地奥及双成药业排在前三位，大概分别为49%、23%、17%，外资份额占明显优势。但如从历年的市场增长趋势来看，外资药品在12年、13年的市场增速（约个位数）均低于国产的胸腺法新增速（约20%增长），进口替代趋势十分明显；**2）胸腺法新的科室将进一步拓展。**该品种主要是作为免疫应答增强剂来使用，其适用科室是非常广的。目前主要适用于慢性乙肝患者，根据临床试验情况，未来可能会扩展到抗肿瘤、脓毒症等疾病治疗领域。科室大幅拓展加速其增长；**3）在作好药的同时努力提高原料药质量标准。**从目前市场的售价情况来看，同规格的胸腺法新进口和国产的价格分别约为567元/支、132元/支（四川，2013年中标价）。目前进入这个市场的厂家已经有8家，竞争情况激烈。公司产品作为国内第二家获批的品种希望通过提升原料药的质量标准，达到原研药的水平，进而提升公司的竞争力。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	149.60	161.07	201.94	308.12
增长率	15.38%	7.67%	25.37%	52.58%
归属母公司净利润(百万元)	66.77	72.63	91.98	142.76
增长率	-1.80%	8.78%	26.64%	55.20%
每股收益EPS(元)	0.25	0.27	0.34	0.53
净资产收益率ROE	7.67%	7.83%	9.19%	12.82%
PE	45	41	33	21
PB	3.46	3.24	3.01	2.70

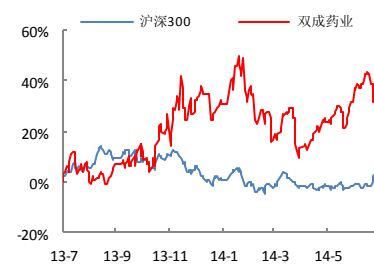
数据来源：西南证券

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：zhuguo@swsc.com.cn

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

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

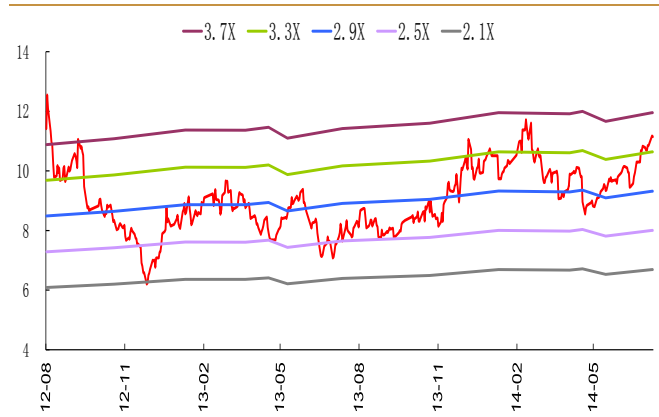
总股本(亿股)	2.7
流通A股(亿股)	1.34
52周内股价区间(元)	7.55-11.77
总市值(亿元)	30.11
总资产(亿元)	9.13
每股净资产(元)	4.87

相关研究

- **储备品种在近两年将陆续上市。**1) **盐酸美金刚胶囊**主要用于老年痴呆症，据调查老龄人群中该病症发病率在 5% 以上。随着我国老龄化势头不断加剧，老年痴呆症发病率仍将呈现出上升趋势，产品市场空间或将打开。目前申报国内新药胶囊剂型的有双成药业，片剂及口服剂型的有珠海联邦制药。由于该品种医保受限，国外进口药的售价超过 500 元/盒（13 年该产品销售额约 3 亿），国内产品由于其价格优势可抢占市场份额。公司的盐酸美金刚胶囊目前处于在审评阶段；2) **艾塞那肽**已经完成临床，即将进入生产申报环节。该品种可用于改善 2 型糖尿病患者的血糖控制，实现患者血糖的双向调节。目前我国市场上为礼来独家占有，无国内厂商进行生产或申报药品批件。公司的艾塞那肽（原料药+制剂）已完成临床正处于申报生产阶段；3) **依替巴肽**的申报工作仍将继续，之前撤回的原因是由于原研药的用法用量发生变更。该品种可防治心绞痛等疾病，国内只有江苏豪森在生产，14 年样本医院市场有明显扩大迹象，值得期待。目前在按照新的用量做临床，完成后可报生产。
- **外延式扩张预期较强。**当前医药行业的并购此起彼伏，行业增速放缓给并购提供了环境。公司的货币现金比较充裕，也给并购活动提供了保障，公司在 14 年已经将并购作为本年工作计划之一。
- **估值分析与投资策略。**我们认为：公司在 14 年业绩增速较为稳定，后续几年盐酸美金刚胶囊及艾塞那肽的陆续上市等都是股价催化剂。同时考虑到公司现金充裕，当前并购预期较为强烈。我们预计 14 年、15 年、16 年 EPS 为 0.27 元、0.34 元、0.53 元，对应的市盈率为 41 倍、33 倍、21 倍，首次给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 老产品挖潜进展低于预期；2) 新产品上市进展低于预期；3) 项目建设进展低于预期。

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	340.33	438.90	484.67	601.53	营业收入	149.60	161.07	201.94	308.12
应收和预付款项	63.14	48.50	84.30	101.17	减：营业成本	52.77	58.98	69.03	93.54
存货	30.62	19.82	39.21	40.78	营业税金及附加	1.91	2.06	2.58	3.94
其他流动资产	220.00	220.00	220.00	220.00	营业费用	11.46	11.92	16.16	24.65
长期股权投资	0.00	10.00	20.00	30.00	管理费用	28.59	27.38	32.31	46.22
投资性房地产	3.09	2.74	2.39	2.04	财务费用	-7.85	-8.77	-10.39	-12.22
固定资产和在建工程	219.59	195.14	170.69	146.25	资产减值损失	-0.02	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	33.53	29.51	25.50	21.48	加：投资收益	12.40	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	1.32	0.66	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	911.62	965.27	1046.76	1163.24	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	75.15	79.50	102.26	161.99
应付和预收款项	17.30	13.54	22.33	25.99	加：其他非经营损益	3.48	4.19	4.19	4.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	78.63	83.69	106.45	166.19
其他负债	28.11	28.11	28.11	28.11	减：所得税	11.86	11.05	14.47	23.43
负债合计	45.41	41.65	50.44	54.10	净利润	66.77	72.63	91.98	142.76
股本	180.00	180.00	180.00	180.00	减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	511.53	511.53	511.53	511.53	归属母公司股东净利润	66.77	72.63	91.98	142.76
留存收益	179.09	236.50	309.20	422.02	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	870.62	928.03	1000.72	1113.55	经营性现金净流量	56.46	101.47	51.11	131.01
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-111.66	3.56	3.56	3.56
股东权益合计	870.62	928.03	1000.72	1113.55	筹资性现金净流量	-44.00	-6.46	-8.90	-17.71
负债和股东权益合计	916.03	969.68	1051.17	1167.65	现金流量净额	-99.18	98.57	45.78	116.86

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