

福安药业(300194)事件点评

拟收购宁波天衡, 强化肿瘤专科药产品线

投资要点

- **事件:** 公司公告称拟以发行股份及支付现金的方式购买中拓时代、黄道飞等十一名交易对方合计持有的天衡药业 100% 股权, 标的资产交易总额不超过 57,000 万元。
- **天衡药业产品线丰富, 与福安形成互补。** 天衡药业是一家现代化学药制药企业, 主要从事抗肿瘤及辅助类、呼吸系统类等药品原料药与制剂的研发、生产和销售。**1) 与福安药业业务构成相差不大, 容易整合。** 公司主要是生产原料药与制剂, 与福安的业务构成类似, 其在管理、营销等领域都有互相借鉴之处。且业务构成相似, 也利于企业间整合;**2) 产品线将形成有效互补。** 天衡的核心产品有枸橼酸托瑞米芬片(独家)、盐酸吉西他滨原料药、盐酸昂丹司琼片/注射液(单独定价)、盐酸格拉司琼片/注射液(单独定价)等。而福安药业当前的产品主要集中在抗生素、心脑血管等领域, 在研的肿瘤治疗品种有伊马替尼、卡培他滨等, 但短时间难以形成规模。短期而言收购天衡药业, 将与福安形成有效互补。
- **肿瘤辅助治疗龙头, 药品市场前景广阔。****1) 国内止吐药物领军企业, 占据司琼类药物领头羊位置。** 从样本医院的数据来看, 2013 年肿瘤治疗药物市场销售额为 123 亿元, 同比上升 11.0%, 2008-2013 年复合增长率为 18.12%; 2013 年止吐药物样本医院销售额为 12.27 亿元, 同比上升 15.4%, 2008-2013 年间复合增长率为 18.15%。合理使用止吐药可有效地降低护理量在临床上已经达成共识, 从 2013 年增速情况可以看出该领域规模有加速增长迹象。宁波天衡的止吐药物主要是昂丹司琼(单独定价)和格拉司琼(单独定价), 属于司琼止吐类药物的第一梯队, 目前市场较为成熟。这两种药物均属于公司单独定价产品, 预计其市场销售额在五年间增长率在 20% 左右。**2) 枸橼酸托瑞米芬独家厂商, 受益于产品替代。** 据机构预测(NCBI)到 2021 年, 中国乳腺癌患者将高达 250 万, 发病率将上升 60%。作为他莫昔芬(样本医院市场规模约 0.15 亿元)的衍生产品, 枸橼酸托瑞米芬在治疗晚期乳腺癌的疗效高于或相当于他莫昔芬, 同时安全性优于他莫昔芬, 是其理想的替代品。预计未来五年间的复合增长率为 20% 以上。
- **估值分析与投资策略。** 我们认为本次收购将对公司业绩产生积极影响, 标的公司产品优势突出且能和福安形成有效地产品互补, 如能进行迅速整合, 其业绩增速应该在 20% 以上。福安药业目前抗生素业务已经触底, 再加上新药放量预计公司在 14 年-16 年业绩增长确定性较高。更为重要的是公司当前产品结构已经得到优化, 摆脱对抗生素产品的依赖, 盈利能力大幅上升。估值方面如参照标的公司的利润承诺, 我们预测 14 年、15 年、16 年摊薄后 EPS 分别为 0.23 元、0.53 元、0.70 元, 对应的 PE 分别为 93 倍、41 倍、31 倍, 短期来看估值较高, 但考虑到下半年如伊马替尼、奈必洛尔、托伐普坦等或将获批及强烈的并购预期, 仍维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 新产品获批慢于预期; 2) 新产品市场推广慢于预期。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	357.78	524.58	949.48	1211.35
增长率	-14.82%	46.62%	81.00%	27.58%
归属母公司净利润(百万元)	38.37	60.41	136.76	180.76
增长率	-56.65%	57.45%	126.39%	32.18%
每股收益 EPS(元)	0.15	0.23	0.53	0.70
净资产收益率 ROE	2.34%	4.81%	13.20%	15.27%
PE	146	93	41	31
PB	3.29	3.24	3.11	2.96

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

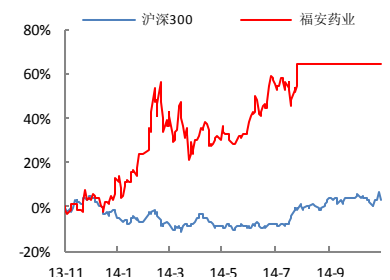
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 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)	2.6
流通 A 股(亿股)	1.29
52 周内股价区间(元)	12.58-21.62
总市值(亿元)	56.14
总资产(亿元)	18.34
每股净资产(元)	6.55

相关研究

1. 福安药业(300194): 业绩增长持续, 全年或超预期 (2014-10-24)
2. 福安药业(300194): 产品结构逐渐改善, 业绩拐点确定 (2014-08-19)
3. 福安药业(300194): 业绩增速超预期, 期待新药招标进一步放量 (2014-06-13)
4. 福安药业(300194): 抗生素业务见底, 专科药销量逐渐释放 (2014-03-28)
5. 福安药业(300194): 大领域重磅专科药值得期待 (2013-10-29)
6. 福安药业(300194): 抗生素“最坏日子”已逝去, 重磅专科药值得期待 (2013-10-14)

目 录

一、宁波天衡基本情况.....	1
二、国内止吐药物领军企业.....	1
三、乳腺癌独家治疗药物-枸橼酸托瑞米芬.....	5
四、本次并购对公司的影响.....	6
（一）对当前产品线形成有效互补.....	6
（二）增厚公司未来业绩.....	6
五、估值分析与盈利预测.....	7

插图目录

图 1: 抗肿瘤药物样本医院历年销售额.....	2
图 2: 止吐药物样本医院历年销售额.....	2
图 3: 止吐药样本医院市场份额.....	2
图 4: 昂丹司琼样本医院历年销售额.....	2
图 5: 宁波天衡昂丹司琼市场情况.....	3
图 6: 宁波天衡格拉司琼市场情况.....	3
图 7: 2009 年所有登记区域内女性乳腺癌特定年龄组发病率.....	5
图 8: 平均每位乳腺癌患者的花费.....	5
图 9: 托瑞米芬市场情况.....	5
图 10: 托瑞米芬市场份额分布情况.....	5
图 11: 宁波天衡托瑞米芬市场情况.....	6
图 12: 他莫昔芬市场情况.....	6
图 13: 公司 PE-Band 分布.....	7
图 14: 公司 PB-Band 分布.....	7

表格目录

表 1: 公司部分产品原料药及制剂.....	1
表 2: 盐酸昂丹司琼注射液及片剂 2013 年四川省中标价格.....	3
表 3: 盐酸格拉司琼注射液及片剂 2013 年四川省中标价格.....	4
表 4: 财务预测表（单位：百万元）.....	8

一、宁波天衡基本情况

宁波天衡药业股份有限公司位于宁波市镇海庄市，是一家以研制、生产高科技化学药品为主，集科、工、贸为一体的新型制药企业。企业主要产品有“枢丹”、“枢星”、“枢力达”等，至今为止开发研制出了众多国家二类 and 四类新药，其中片剂 42 个、注射剂 50 个、原料药 14 个，是同时具备原料药与制剂的研发、生产、销售能力的企业之一。

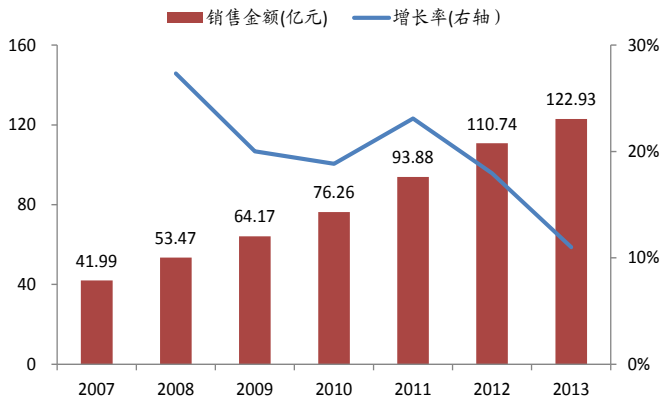
表 1: 公司部分产品原料药及制剂

序号	药品名称(商品名)	规格	批准文号
1	巴氯芬	----	国药准字 H19980104
2	巴氯芬片(枢芬)	10mg	国药准字 H19980103
3	碘海醇注射液	50ml:32.35g	国药准字 H10980321
4	多索茶碱片(枢维新)	0.3g	国药准字 H20000077
5	多索茶碱片(枢维新)	0.2g	国药准字 H20000076
6	枸橼酸托瑞米芬	----	国药准字 H20020046
7	枸橼酸托瑞米芬片	60mg	国药准字 H20061284
8	枸橼酸托瑞米芬片(枢瑞)	40mg	国药准字 H20020047
9	卡维地洛	----	国药准字 H20000099
10	卡维地洛片(枢衡)	25mg	国药准字 H20052426
11	卡维地洛片(枢衡)	6.25mg	国药准字 H20052428
12	卡维地洛片(枢衡)	12.5mg	国药准字 H20052427
13	卡维地洛片(枢衡)	10mg	国药准字 H20000101
14	酮洛芬缓释片(枢力昂)	75mg	国药准字 H10970241
15	盐酸昂丹司琼	----	国药准字 H10960147
16	盐酸昂丹司琼片(枢丹)	4mg	国药准字 H10960146
17	盐酸昂丹司琼片(枢丹)	8mg	国药准字 H20057259
18	盐酸昂丹司琼注射液(枢丹)	4ml:8mg	国药准字 H10960148
19	盐酸昂丹司琼注射液(枢丹)	2ml:4mg	国药准字 H10960149
20	盐酸格拉司琼	----	国药准字 H10970242
21	盐酸格拉司琼片(枢星)	1mg	国药准字 H10970239
22	盐酸格拉司琼注射液(枢星)	3ml:3mg	国药准字 H10970243

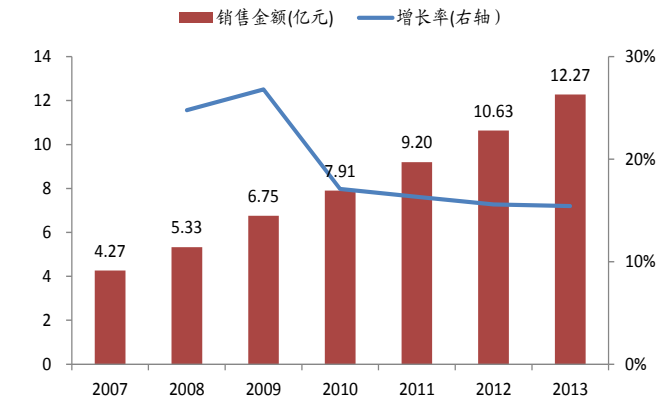
数据来源: 药源网、西南证券

二、国内止吐药物领军企业

从样本医院的数据来看。截至 2013 年肿瘤治疗药物的市场销售额为 123 亿元，同比上升 11.01%，2008-2013 年复合增长率为 18.12%，份额最大的则是抗代谢、植物药、烷化剂等。而与肿瘤治疗相关的如抗呕吐、防脱发等药物的市场也较大，约占整个肿瘤药物市场的 20.6%，合理使用止吐药可有效地降低护理量。从具体的止吐药物样本医院销售额来看，2013 年销售额为 12.27 亿元，同比上升 15.44%，2008-2013 年间复合增长率为 18.15%。

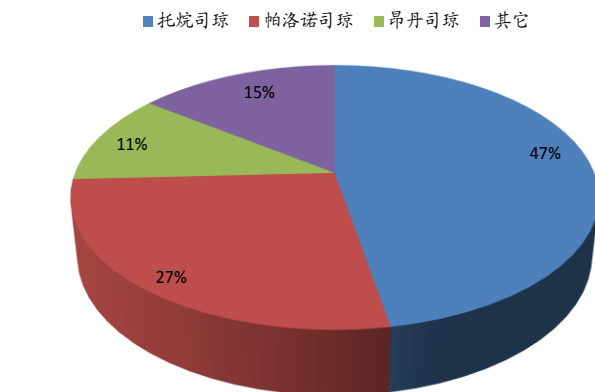
图 1：抗肿瘤药物样本医院历年销售额


数据来源：PDB、西南证券

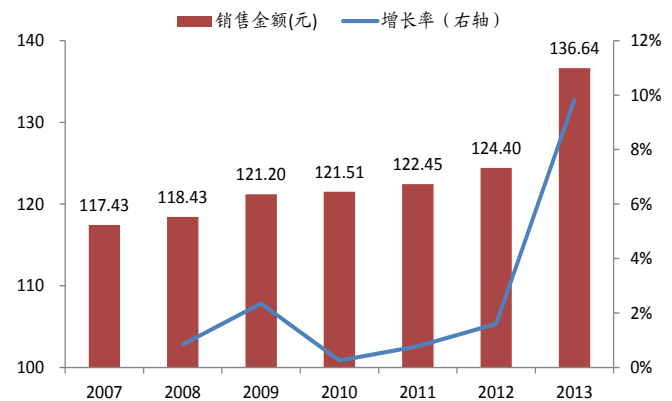
图 2：止吐药物样本医院历年销售额


数据来源：PDB、西南证券

根据样本医院数据，2013 年在抗癌止吐药市场份额最大的为托烷司琼（47%），其次为帕洛诺司琼（27%）、昂丹司琼（11%）等。与多拉司琼效果相似的昂丹司琼 2013 年样本医院销售额为 1.37 亿元，同比上升 9.84%，2008-2013 年复合增长率为 1.24%，产品增速都较慢。而帕洛诺司琼近几年的产品销售金额增速较快，13 年为 3.32 亿元，同比上升 44.35%，但近五年复合增长率较低，约为 2.90%。

图 3：止吐药样本医院市场份额


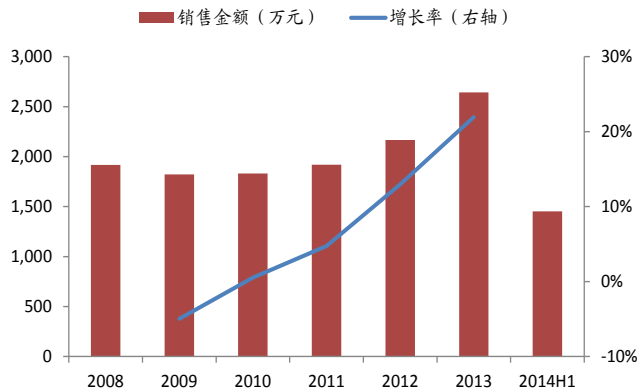
数据来源：PDB、西南证券

图 4：昂丹司琼样本医院历年销售额


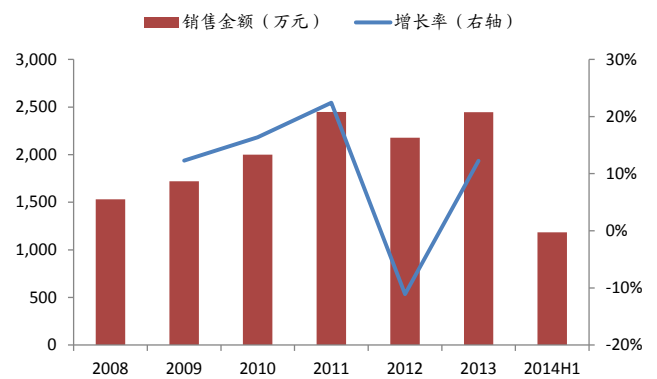
数据来源：PDB、西南证券

宁波天衡的止吐药物主要是昂丹司琼（单独定价）和格拉司琼（原研及单独定价），属于司琼止吐类药物的第一梯队，目前市场较为成熟，这两种药物均属于公司单独定价产品。无论是从药品市场占有率还是质量控制，宁波天衡无疑是市场领军企业。从样本医院数据来看，公司的昂丹司琼目前增速较快，2013 年销售额约为 0.3 亿元，同比增长 22%，2009-2013 年间复合增长率约为 10%。格拉司琼目前处于稳定增长阶段，2013 年销售额约为 0.4 亿元，同比增长 12%，这里面还包含部分的恢复性增长，2009-2013 年间复合增长率约为 9%。

昂丹司琼和格拉司琼都属于 5-羟色胺受体拮抗剂，在临床治疗效果上无明显差异，但在药效（半衰期）持续时间上格拉司琼较昂丹司琼要长约一倍左右。但从 2013 年四川省招标中标价格上来看，换算为同等剂量的昂丹司琼明显较格拉司琼低，且昂丹司琼具有更大剂量的 4mg 包装，这都导致了公司昂丹司琼增速快，而格拉司琼增长相对稳定的局面。

图 5: 宁波天衡昂丹司琼市场情况


数据来源: PDB、西南证券

图 6: 宁波天衡格拉司琼市场情况


数据来源: PDB、西南证券

表 2: 盐酸昂丹司琼注射液及片剂 2013 年四川省中标价格

通用名	剂型	规格	单位	转换比	中标价	质量等级	生产企业
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	2ml:4mg	支	1	8.64	GMP 国产	重庆莱美药业股份有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	4ml:8mg	支	1	14.69	GMP 国产	重庆莱美药业股份有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	2ml:4mg	支	1	8.64	GMP 国产	四川美大康佳乐药业有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	4ml: 8mg	支	1	14.69	GMP 国产	四川美大康佳乐药业有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	2ml: 4mg	支	1	8.64	GMP 国产	上海中西制药有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	4ml: 8mg	支	1	14.69	GMP 国产	上海中西制药有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	2ml:4mg	盒	5	40.73	GMP 国产	山东凤凰制药股份有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	2ml:4mg	支	1	8.64	GMP 国产	山东凤凰制药股份有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	2ml:4mg	支	1	28	单独定价	齐鲁制药有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	4ml:8mg	支	1	47.6	单独定价	齐鲁制药有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	2ml:4mg	支	1	8.64	GMP 国产	齐鲁制药(海南)有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	4ml:8mg	支	1	14.69	GMP 国产	齐鲁制药(海南)有限公司
盐酸昂丹司琼片	片剂	4mg	盒	10	132.17	GMP 国产	宁波市天衡制药有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	2ml:4mg	支	1	28.35	单独定价	宁波市天衡制药有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	4ml:8mg	支	1	48.2	单独定价	宁波市天衡制药有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	2ml:4mg	支	1	8.64	GMP 国产	济南永宁制药股份有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	4ml:8mg	支	1	14.69	GMP 国产	济南永宁制药股份有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	2ml:4mg	支	1	8.64	GMP 国产	河北智同生物制药有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	4ml:8mg	支	1	14.69	GMP 国产	哈尔滨三联药业有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	2ml:4mg	支	1	8.64	GMP 国产	国药一心制药有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	4ml:8mg	支	1	14.69	GMP 国产	国药一心制药有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射液	4ml:8mg	支	1	14.69	GMP 国产	辰欣药业股份有限公司
盐酸昂丹司琼片	片剂	4mg	盒	10	132.17	GMP 国产	北大国际医院集团西南合成制药股份有限公司
盐酸昂丹司琼注射液	注射剂	4ml:8mg	支	1	144.35	单独定价	GlaxoSmithKline Manufacturing S.P.A

数据来源: 搜搜医药网、西南证券

表 3: 盐酸格拉司琼注射液及片剂 2013 年四川省中标价格

通用名	剂型	规格	转换比	中标价	质量等级	生产企业
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	徐州莱恩药业有限公司
注射用盐酸格拉司琼	注射剂	3mg	1	19.83	GMP 国产	新乡东升制药有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	天津金耀集团湖北天药药业股份有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	太极集团四川太极制药有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	1ml:1mg	1	7.26	GMP 国产	苏州长征-欣凯制药有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	苏州长征-欣凯制药有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	四川升和药业股份有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	山西普德药业股份有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	山东圣鲁制药有限公司
注射用盐酸格拉司琼	注射剂	3mg	1	17.83	GMP 国产	山东罗欣药业股份有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	山东方明药业集团股份有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	齐鲁制药有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3mg:3ml	1	44	原研及单独定价	宁波市天衡制药有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	江苏涟水制药有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	济南永宁制药股份有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	济南利民制药有限责任公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	湖北华源世纪药业有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	河北九派制药有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	海南惠普森医药生物技术有限公司
注射用格拉司琼	注射剂	3mg	1	17.83	GMP 国产	德州德药制药有限公司
注射用盐酸格拉司琼	注射剂	3mg	1	17.83	GMP 国产	德州德药制药有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	成都平原药业有限公司
盐酸格拉司琼片	片剂	1mg	8	68.78	GMP 国产	成都恒瑞制药有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	北京协和药厂
注射用盐酸格拉司琼	注射剂	3mg	1	17.83	GMP 国产	北京四环科宝制药有限公司
盐酸格拉司琼注射液	注射剂	3ml:3mg	1	16.83	GMP 国产	北京双鹭药业股份有限公司

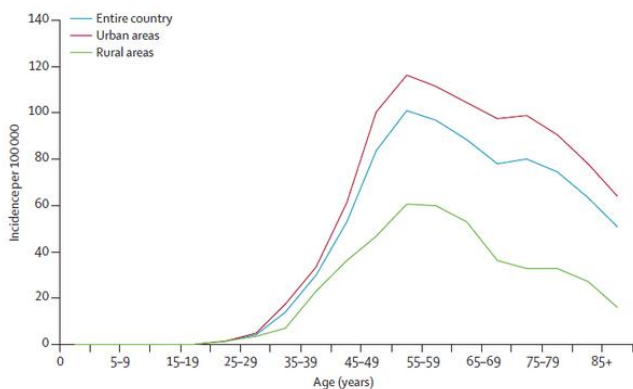
数据来源：搜搜医药网、西南证券

目前在司琼类止吐药物市场，第二代药物帕洛诺司琼已经上市，其疗效好、毒副作用小，特别是药效持续性（半衰期）较长，约为一代司琼类的 10 倍左右。如与格拉司琼比较，急性呕吐治疗方面效果相当，全程控制优于格拉司琼，对焦虑失眠的控制优于格拉司琼。但该产品的招标单支（5ml: 0.25g）价格为 290-350 元，且临床适应症多在预防急性和全程控制方面，像化疗呕吐初期没必要使用。我们认为使用帕洛诺司琼对昂丹司琼、格拉司琼的市场空间有挤压，但是空间有限。所以我们判断第一代司琼类止吐药物仍有市场空间，如参照肿瘤药物市场的年均复合增长率，预计呕吐药物市场五年间增长率在 20% 左右，由此可以判断宁波天衡产品的市场增长空间仍然很大。

三、乳腺癌独家治疗药物-枸橼酸托瑞米芬

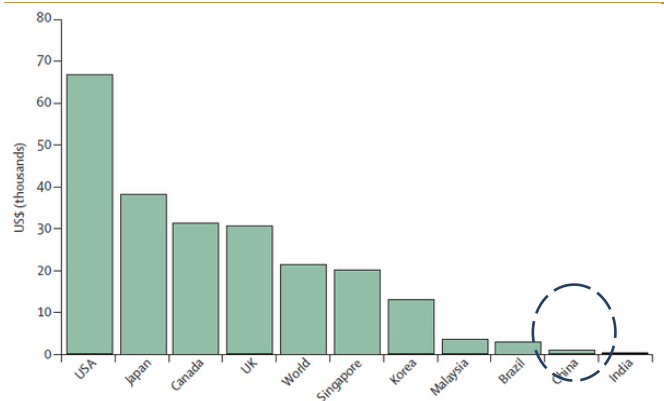
据统计,全世界每年约15万人患乳腺癌,其中30-40万人死于该疾病。在国内,国乳腺癌发病率从10年前的25/10万提高到现在的50/10万,发病年龄也渐趋年轻化,平均发病年龄为48.7岁,其中以45~50岁的病人最多。据机构预测(NCBI)到2021年,中国乳腺癌患者将高达250万,发病率将从不到60例/10万女性(年龄在55岁到69岁之间)增加到超过100例/10万女性。且从目前美味乳腺癌患者的花费比较上来看,我国的治疗投入仍需要加强,预计未来该领域仍有很大的增长空间。

图 7: 2009 年所有登记区域内女性乳腺癌特定年龄组发病率



数据来源: 中国肿瘤登记年报, 西南证券

图 8: 平均每位乳腺癌患者的花费

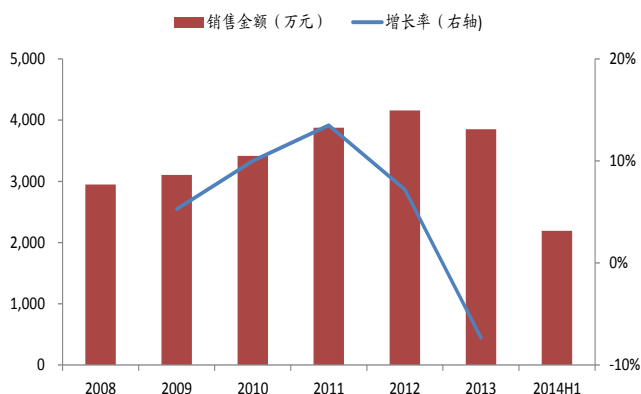


数据来源: 2009 年经济学人智库, 西南证券

本品主要适用于绝经后妇女雌激素受体阳性或不详的转移性乳腺癌。主要作用原理是和身体内的雌激素竞争癌细胞的雌激素受体以抑制肿瘤细胞的增殖, 达到治疗目的。本品是同类型的抗雌激素类药物他莫昔芬的衍生物, 但本品在治疗晚期乳腺癌的疗效高于或相当于他莫昔芬, 同时安全性优于他莫昔芬, 尚未发现长期服用他莫昔芬所致的肝细胞癌变、子宫内膜癌、增生性结节及视网膜改变等副作用, 是他莫昔芬较理想的替代品。

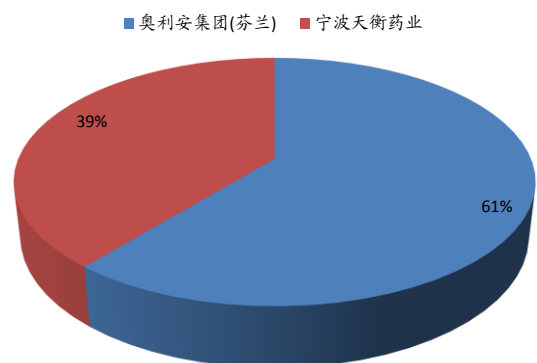
2013 年销售额约为 0.4 亿元, 同比下降约 7%, 2009-2013 年间复合增长率约为 5.5%。目前国内市场上主要有两家企业销售, 即芬兰的奥利安集团和宁波天衡, 在样本医院的市场占有率分别为 61%、39%。

图 9: 托瑞米芬市场情况



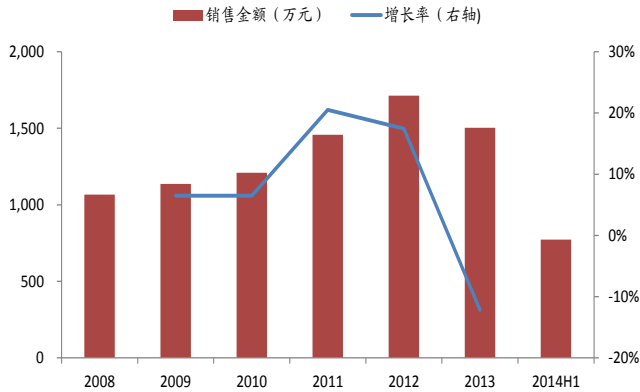
数据来源: PDB, 西南证券

图 10: 托瑞米芬市场份额分布情况

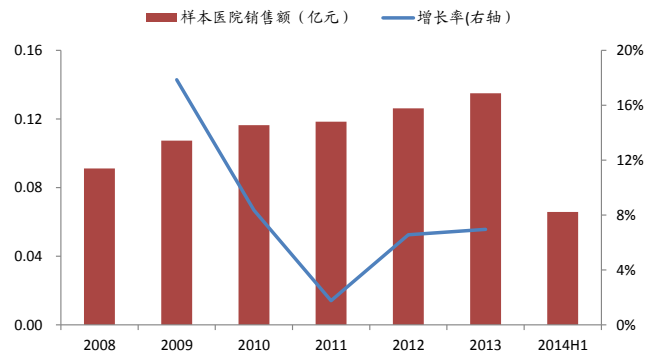


数据来源: PDB, 西南证券

宁波天衡的枸橼酸托瑞米芬在 2013 年销售额约为 0.2 亿元，同比下降约 12%，2009-2013 年间复合增长率约为 7.3%。我们认为短期终端医院销售额下滑主要是因为降价影响，且他莫昔芬目前在样本医院仍有约 0.15 亿市场，若考虑替代因素，则枸橼酸托瑞米芬预计未来五年间的复合增长率为 20% 以上。

图 11：宁波天衡托瑞米芬市场情况


数据来源：PDB、西南证券

图 12：他莫昔芬市场情况


数据来源：PDB、西南证券

四、本次并购对公司的影响

（一）对当前产品线形成有效互补

本次交易前，福安药业主要从事抗生素原料药及制剂的研发、生产和销售，主要产品包括氨曲南、替卡西林钠、磺苄西林钠、头孢硫脒、头孢唑肟钠原料药及制剂。

天衡药业目前主要从事抗肿瘤及辅助类、呼吸系统类等药品原料药与制剂的研发、生产和销售。天衡药业主要产品包括枢瑞（枸橼酸托瑞米芬片）、枢星（盐酸格拉司琼片/注射液）、枢丹（盐酸昂丹司琼片/注射液）、盐酸吉西他滨（原料药）、枢维新（多索茶碱片/注射液）等，在国内临床应用中享有较高的品牌知名度。

福安药业和天衡药业的产品结构正好形成了有益的补充关系，本次收购完成后，福安药业产品结构将进一步丰富，拓宽了现有的产品范围，进一步增强公司在医药领域的核心竞争力，同时通过向抗肿瘤类、抗肿瘤辅助类、呼吸系统类等领域的跨越，也有利于防范和化解公司目前产品领域较为集中的风险。

（二）增厚公司未来业绩

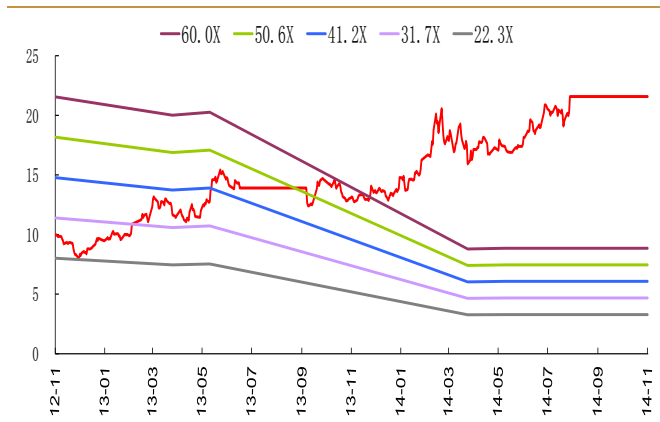
福安药业与中拓时代、黄道飞、合瑞医药、汪天祥、龙磐创业约定，天衡药业 2014 年、2015 年、2016 年、2017 年实现的净利润（以经聘请的审计机构专项审计的合并报表中扣除非经常性损益后的净利润）分别不低于 2500 万元、4000 万元、5000 万元及 6000 万元。如能顺利达成，将有效增厚公司业绩。

五、估值分析与盈利预测

我们认为本次收购将对公司业绩产生积极影响，标的公司产品优势突出且能和福安并形成有效地产品互补，如能进行迅速整合，其业绩增速应该在 20% 以上。福安药业目前抗生素业务已经触底，加上新药放量预计公司在 14 年业绩增长确定性较高。公司当前产品结构已经得到优化，摆脱对抗生素产品的依赖，盈利能力稳步提升。

估值方面如参照标的公司的利润承诺，我们预测 14 年、15 年、16 年摊薄后 EPS 分别为 0.23 元、0.53 元、0.70 元，对应的 PE 分别为 93 倍、41 倍、31 倍，短期来看估值较高，但考虑到下半年如伊马替尼、奈必洛尔、托伐普坦等或将获批及持续并购预期，故维持“买入”评级。

图 13: 公司 PE-Band 分布



数据来源: Wind, 西南证券

图 14: 公司 PB-Band 分布



数据来源: Wind, 西南证券

表 4: 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	786.84	833.69	750.51	958.78	营业收入	357.78	524.58	949.48	1211.35
应收和预付款项	99.50	168.77	309.35	300.14	减:营业成本	241.33	326.72	536.46	680.78
存货	157.60	103.75	325.37	219.20	营业税金及附加	1.12	1.65	2.98	3.80
其他流动资产	101.21	101.21	101.21	101.21	营业费用	21.86	35.25	71.21	83.58
长期股权投资	1.03	1.03	1.03	1.03	管理费用	73.96	107.54	194.64	248.33
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-25.30	-18.07	-17.66	-19.07
固定资产和在建工程	525.02	461.51	397.99	334.48	资产减值损失	2.81	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	135.93	124.26	112.60	100.93	加:投资收益	1.29	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	31.79	29.49	27.18	27.18	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1838.92	1823.70	2025.24	2042.95	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	43.28	71.49	161.85	213.92
应付和预收款项	100.02	54.14	186.27	112.24	加:其他非经营损益	0.94	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	44.22	71.49	161.85	213.92
其他负债	13.99	13.99	13.99	13.99	减:所得税	5.62	10.72	24.28	32.09
负债合计	114.01	68.13	200.27	126.23	净利润	38.60	60.77	137.57	181.84
股本	173.42	173.42	173.42	173.42	减:少数股东损益	0.23	0.36	0.81	1.07
资本公积	1225.52	1225.52	1225.52	1225.52	归属母公司股东净利润	38.37	60.41	136.76	180.76
留存收益	305.26	335.56	404.16	494.83	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	1704.21	1734.51	1803.11	1893.77	经营性现金净流量	89.82	58.72	-32.84	279.14
少数股东权益	20.70	21.06	21.87	22.94	投资性现金净流量	-262.29	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1724.91	1755.57	1824.98	1916.72	筹资性现金净流量	-40.90	-11.88	-50.34	-70.87
负债和股东权益合计	1838.92	1823.70	2025.24	2042.95	现金流量净额	-213.37	46.85	-83.18	208.28

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
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
邮箱：research@swsc.com.cn