# 原料药供应商变更获批，赖诺普利片有望发力

**买入 首次**

目标价格：22.00 元

**事件：**

公司发布公告，赖诺普利片（ANDA 号为 076180，规格为 2.5mg，5mg，10mg；ANDA 号为 076164，规格为 20mg，30mg，40mg）原料药供应商变更为浙江华海药业股份有限公司的补充申请（PAS）获得 FDA 批准。获批后公司将采用自己生产的原料药生产赖诺普利片，在美国市场销售。

**点评：**

- **赖诺普利原料药供应商变更成功，制剂出口又添大品种。**赖诺普利属于第三代 ACE 类抑制剂，默克和阿斯利康原研，峰销售额超过 20 亿美元，是美国抗高血压类仿制药销售额和处方量排名前 5 的品种。目前 FDA 批准的仿制药企业超过 30 家，其中印度 Lupin 公司市场份额超过 50%，前 4 家合计市场份额超过 85%，集中度较高。该 ANDA 文号为华海药业早期外购，但受进口印度原料成本较高影响，公司当时并未着力开发。此次原料药变更为公司供应获批，成本优势凸显，借助公司积累的渠道和品牌优势，我们预计该品种市场份额有望不断提升，销售额排名必将进入第一梯队。

- **制剂出口业务迈入“质+量”双升阶段，爆发式增长可期。**欧美发达市场仿制药的竞争是成本、质量和品牌优势的综合体现。公司从获得第一个国内 ANDA 文号至今，借助原料药的成本优势，十年磨砺，制剂出口业务的渠道销售能力稳步提升，品牌影响力初步确立。短期来看，受印度等国家制药企业造假影响，美国仿制药 PAS 类产品审批开始提速，公司有望获批部分利润能力较强的 ANDA 文号。中长期来看，公司 ANDA 文号申报档次全面升级，在拉莫三嗪突破首仿的基础上，未来必将实现 P3（专利后首仿）、P4（挑战专利）和 505b（新药）等领域的突破。借助 ANDA 文号量和质的提升，制剂出口业务将迎来爆发式的增长。

| 主要经营指标 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万) | 2014.39 | 2296.41 | 2424.43 | 2996.88 | 3566.65 |
| 增长率（%） | 10.22 | 14.00 | 5.58% | 23.61% | 19.01% |
| 归母净利润(百万) | 341.12 | 359.17 | 312.05 | 424.82 | 527.39 |
| 增长率（%） | 57.27 | 5.29 | -13.12% | 36.14% | 24.14% |
| 每股收益 | 0.62 | 0.46 | 0.40 | 0.54 | 0.67 |
| 市盈率 | 44.69 | 60.89 | 37.94 | 27.87 | 22.45 |

**医药生物研究组**

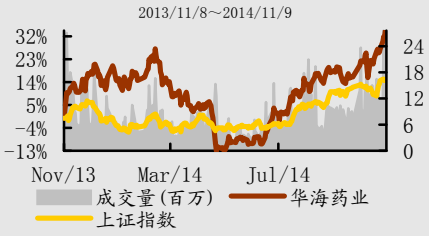
**分析师：**

**王晓锋(S1180512120001)**

电话：010-88085975

Email：wangxiaofeng@hysec.com

**市场表现**




**相关研究**

《九洲药业：特色原料药细分龙头，CMO 业务前景可期》 2014/10/29

《贵州百灵：苗药龙头企业，营收保持平稳增长》 2014/10/27

《汉森制药：内生稳步增长，外延有望继续》 2014/10/27

《科伦药业：经营稳健，营收保持较快增长》 2014/10/26

《楚天科技：新产品推动公司业绩快速增长》 2014/10/25

《太龙药业：GSP 认证拖累公司业绩增长》 2014/10/25

《太龙药业：工业保持较快增长，新业务值得期待》 2014/8/24

- **国内制剂业务产品储备丰富，后发优势明显，有望保持快速增长。**国内新医改的产业政策核心之一是“让药品回归治病功能”，未来在产业政策扶持下，国内必将崛起一批高质量的品牌仿制药企业，作为国内制剂出口的龙头企业，公司必将成为其中的代表。若优先审批通道等政策能够落地，我们相信这一进程会进一步加速。心脑血管和精神科是公司国内制剂重点发展领域，特别是精神科领域，公司竞争优势明显，现有的产品组合及营销能力媲美国内精神科上市龙头，产品储备上可与国内创新龙头企业比肩。目前公司抗抑郁药帕罗西汀片处方量已超过原研 GSK。下一轮标期，氯沙坦钾和厄贝沙坦氢氯噻嗪等心脑血管制剂有望发力，整体来说，我们认为公司国内制剂业务已经初具规模，明年开始将持续保持快速增长。
- **特色原料药业务低点已过，预计保持平稳增长。**受公司所在园区环保整治影响，公司特色原料药业务今年受影响较大，普利类和沙坦类销量均有明显下滑，下半年环保问题已经解决。普利类制剂专利多数已到期，供需平稳，公司和浙江昌明合计占有全球原料药和中间体市场份额的 90%，作为全球龙头，市场话语权强，我们预计未来会保持平稳增长。沙坦类多数制剂专利到期时间短，原料药还处于需求的上升通道，伴随着产能扩张，预计量增价跌的现状还将维持，但是随着环保标准提升，小企业的退出会使沙坦类价格降幅收窄。此外，公司精神类领域产品明年也将会有所增长，总的来说，随着环保问题的解决，公司特色原料药业务低点已过，步入产销两旺状态，平稳增长可期。
- **盈利预测及评级。**我们预计 14-16 年的 EPS 分别为 0.40、0.54 和 0.67 元，对应的 PE 分别为 38、28 和 22 倍，首次给予买入评级，12 个月目标价 22 元。

盈利预测（单位：百万元）

| 资产负债表 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 391 | 616 | 866 | 962 |
| 应收票据及账款 | 4 | 0 | 1 | 1 |
| 应收账款 | 207 | 20 | 36 | 43 |
| 预付款项 | 16 | 19 | 25 | 28 |
| 其他应收款 | 210 | 21 | 37 | 44 |
| 存货 | 786 | 817 | 803 | 816 |
| 其他流动资产 | 485 | 100 | 100 | 100 |
| 固定资产 | 1053 | 1274 | 1594 | 1313 |
| 在建工程 | 444 | 600 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 237 | 220 | 199 | 178 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 4309 | 4069 | 4373 | 4210 |
| 短期借款 | 520 | 600 | 500 | 450 |
| 应付账款 | 358 | 379 | 330 | 345 |
| 预收款项 | 15 | 8 | 16 | 13 |
| 其他应付款 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| 其他流动负债 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| 长期借款 | 43 | 63 | 73 | 83 |
| 其他非流动负债 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| **负债合计** | 1290 | 1404 | 1273 | 1244 |
| 股东权益合计 | 3019 | 3265 | 3600 | 4016 |

| 现金流量表 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 334 | 309 | 423 | 526 |
| 非现金损益 | 142 | 251 | 309 | 310 |
| 营运资本减少 | -27 | 531 | -95 | -40 |
| 其他经营活动现金流 | 41 | 9 | 22 | -5 |
| 经营活动现金流 | 507 | 1099 | 659 | 791 |
| 投资活动现金流 | -1127 | -596 | -1 | 7 |
| 融资活动现金流 | 947 | -578 | -107 | -702 |
| 现金净变动 | 315 | -75 | 551 | 96 |
| 期初现金余额 | 235 | 391 | 316 | 866 |
| 期末现金余额 | 391 | 316 | 866 | 962 |

| 利润表 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 2296 | 2424 | 2997 | 3567 |
| 营业成本 | 1289 | 1363 | 1701 | 2024 |
| 营业税金及附加 | 19 | 19 | 24 | 29 |
| 销售费用 | 151 | 225 | 240 | 285 |
| 管理费用 | 422 | 417 | 485 | 585 |
| 财务费用 | 37 | 25 | 40 | 16 |
| 资产减值损失 | 10 | 12 | 9 | 9 |
| 营业利润 | 400 | 363 | 497 | 619 |
| 营业外收支净额 | 12 | 9 | 9 | 9 |
| 税前利润 | 412 | 371 | 506 | 628 |
| 减：所得税 | 49 | 56 | 76 | 94 |
| 净利润 | 363 | 316 | 430 | 534 |
| 减：少数股东损益 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 归母净利润 | 359 | 312 | 425 | 527 |
| **EPS** | 0.46 | 0.40 | 0.54 | 0.67 |
| EPS(稀释) | 0.46 | 0.40 | 0.54 | 0.67 |

| 财务指标 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|
| 成长性 | | | | |
| 营收增长率 | 14.0% | 5.6% | 23.6% | 19.0% |
| EBIT 增长率 | 1.5% | -12.0% | 38.9% | 17.8% |
| 净利润增长率 | 7.4% | -13.1% | 36.1% | 24.1% |
| 盈利性 | | | | |
| 销售毛利率 | 43.9% | 43.8% | 43.2% | 43.3% |
| 销售净利率 | 15.8% | 13.0% | 14.3% | 15.0% |
| ROE | 11.9% | 9.6% | 11.9% | 13.2% |
| ROIC | 16.08% | 9.88% | 12.19% | 15.69% |
| 估值倍数 | | | | |
| PE | 33.0 | 37.9 | 27.9 | 22.4 |
| P/S | 5.2 | 4.9 | 4.0 | 3.3 |
| P/B | 3.94 | 3.64 | 3.31 | 2.97 |
| 股息收益率 | 0.9% | 0.6% | 0.8% | 1.0% |
| EV/EBITDA | 21.3 | 19.7 | 14.0 | 12.4 |

## 作者简介:

**王晓锋:** 宏源证券研究所医药行业研究员，毕业于北京大学药学院，2012 年加入宏源证券，主要从事医药生物领域上市公司研究。


| 机构销售团队 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 公募 | 北京片区 | 李　倩 | 010-88013561 | 13631508075 | liqian@hysec.com |
| | | 孙利群 | 010-88085756 | 13910390950 | sunliqun@hysec.com |
| | | 罗　云 | 010-88085760 | 13811638199 | luoyun@hysec.com |
| | | 滕宇杰 | 010-88085297 | 18618343994 | tengyujie@hysec.com |
| | 上海片区 | 李冠英 | 021-65051619 | 13918666009 | liguanying@hysec.com |
| | | 吴　蓓 | 021-65051231 | 18621102931 | wubei@hysec.com |
| | | 吴肖寅 | 021-65051169 | 13801874206 | wuxiaoyin@hysec.com |
| | | 赵　然 | 021-65051230 | 18658849608 | zhaoran@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 | 北京保险/私募 | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | | 张　瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@hysec.com |
| | 上海保险/私募 | 程新星 | 021-65051257 | 18918523006 | chengxinxing@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范围包括证券投资咨询业务。