



精氨酸注射液获批, 丰富肝病治疗产品线

- **事件:** 公司公告称, 子公司辽宁海思科制药有限公司于近日收到国家食品药品监督管理总局核准签发的 3.1 类化学药“精氨酸谷氨酸注射液”(国药准字 H20150032) 及其原料药“精氨酸谷氨酸”。
- **高血氨为肝损伤常见并发症, 药物市场规模已超过 10 亿元。** 血液中氨的来源主要为各组织中氨基酸的分解代谢以及肠道吸收, 正常水平为 20-60 μ mol/L。但是如果出现严重肝细胞损害时, 将会出现尿素合成障碍, 从而导致血液中氨的含量升高。高血氨将造成脑神经性受损, 引发肝性脑病等。由此可见, 高血氨症状属于肝损伤中较为常见的并发症。如按照 PDB 样本医院数据统计, 我国肝病药物市场规模在 2014 年约为 50 亿元, 用于高血氨的药物主要有门冬氨酸鸟氨酸、盐酸精氨酸、谷氨酸等。门冬氨酸鸟氨酸在 2014 年销售额约为 3.2 亿元, 在高血氨治疗药物领域的市场份额超过 90%。如考虑样本放大因素, 我们判断高血氨治疗药物市场规模已超过 10 亿元。
- **精氨酸谷氨酸注射液具有双重降血氨机理, 且为公司国内独家品种。** 1) 该产品为谷氨酸和精氨酸的复盐形式。其中精氨酸的作用是促进尿素的形成, 使人体内产生的氨转变成尿素排出; 谷氨酸则是与氨结合成谷氨酰胺, 再经谷氨酰胺酶作用将氨分解排出, 因而具有双重降血氨的机理; 2) 在公司产品未获批之前, 国内市场无原研及仿制药品销售, 目前精氨酸谷氨酸注射液为公司的独家品种。后续虽然有扬子江、山东诚创、天津汉康等申报了临床批件, 但生产批件获批时间仍不确定, 对公司该产品的市场地位暂无影响; 3) 有望打破门冬氨酸鸟氨酸对高血氨领域的主导地位。精氨酸谷氨酸由于具有双重降氨功能, 临床降氨效果比门冬氨酸鸟氨酸更为迅速, 更加适用于高血氨危重患者; 4) 公司在肝病领域的药物储备丰富, 如多烯磷脂酰胆碱注射液、恩替卡韦胶囊, 本次新获批精氨酸谷氨酸注射液, 以及处于审评过程中的门冬氨酸鸟氨酸注射液、富马酸替诺福韦二吡啶酯片, 产品互补性较强, 有望借助前期在肝病科室的铺垫迅速地扩大市场。
- **业绩预测与估值:** 我们预测 2015 年-2017 年 EPS 分别为 0.70 元、0.88 元、1.16 元, 对应动态市盈率分别为 54 倍、43 倍、33 倍。我们认为: 精氨酸谷氨酸注射液的获批使得其产品结构更加完善, 且后续的二腔袋、维生素 13 等重磅产品获批后将大幅提升业绩空间。公司在 2015 年的业绩迎拐点明确, 现金充裕, 外延式扩张预期强烈, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品推广或低于市场预期, 药品招标进度或低于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1210.60	1502.60	1847.84	2230.12
增长率	21.99%	24.12%	22.98%	20.69%
归属母公司净利润(百万元)	450.54	756.47	954.84	1254.25
增长率	-13.23%	67.90%	26.22%	31.36%
每股收益 EPS(元)	0.42	0.70	0.88	1.16
净资产收益率 ROE	21.38%	31.13%	33.64%	37.18%
PE	91	54	43	33
PB	19.56	16.96	14.52	12.22

数据来源: Wind, 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: 021-50755297

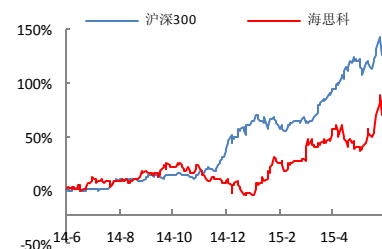
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzli@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)	10.8
流通 A 股(亿股)	4.4
52 周内股价区间(元)	16.78-38.19
总市值(亿元)	412.12
总资产(亿元)	29.30
每股净资产(元)	2.04

相关研究

1. 海思科(002653): 一季度收入增速放缓, 期间费用控制加强 (2015-04-23)
2. 海思科(002653): 收入增速基本持平, 期间费用增长较快 (2015-03-11)
3. 海思科(002653): 15 年迎来业绩拐点, 数个重磅产品待批 (2015-03-03)
4. 海思科(002653): 前三季度业绩增长稳定, 四季度或加快 (2014-10-28)
5. 海思科(002653): 业绩基本符合预期, 下半年或将明显提速 (2014-08-22)
6. 海思科(002653): 对业绩表示乐观, 持续看好其内生性增长 (2014-04-24)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1210.60	1502.60	1847.84	2230.12	净利润	450.54	756.47	954.84	1254.25
营业成本	366.45	424.31	521.84	627.26	折旧与摊销	43.28	81.97	81.97	81.70
营业税金及附加	16.58	20.58	25.30	30.54	财务费用	-8.64	1.09	-13.12	-21.62
销售费用	215.54	210.36	221.74	223.01	资产减值损失	1.48	1.48	1.48	1.48
管理费用	223.54	240.42	240.22	223.01	经营营运资本变动	-694.66	-9.67	-33.45	-33.82
财务费用	-8.64	1.09	-13.12	-21.62	其他	710.74	-209.59	-184.94	-216.10
资产减值损失	1.48	1.48	1.48	1.48	经营活动现金流净额	502.74	621.75	806.78	1065.90
投资收益	58.87	70.00	90.00	120.00	资本支出	-282.77	60.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	9.20	206.50	181.00	211.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-273.57	266.50	181.00	211.00
营业利润	454.52	674.36	940.37	1266.43	短期借款	170.31	-400.00	0.00	0.00
其他非经营损益	50.03	150.00	100.00	100.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	504.55	824.36	1040.37	1366.43	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	54.01	67.89	85.53	112.18	支付股利	-270.07	-433.50	-547.18	-718.76
净利润	450.54	756.47	954.84	1254.25	其他	-9.57	4.92	20.51	30.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-109.33	-828.58	-526.67	-688.22
归属母公司股东净利润	450.54	756.47	954.84	1254.25	现金流量净额	119.84	59.66	461.11	588.67
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	783.81	843.47	1304.58	1893.25	成长能力				
应收和预付款项	136.40	150.00	150.00	150.00	销售收入增长率	21.99%	24.12%	22.98%	20.69%
存货	69.03	100.00	150.00	200.00	营业利润增长率	-1.47%	48.37%	39.45%	34.67%
其他流动资产	1038.61	1038.61	1038.61	1038.61	净利润增长率	-13.23%	67.90%	26.22%	31.36%
长期股权投资	21.01	21.01	21.01	21.01	EBITDA 增长率	-4.47%	67.24%	22.23%	28.66%
投资性房地产	3.37	3.01	2.66	2.31	获利能力				
固定资产和在建工程	555.55	486.08	416.61	347.14	毛利率	69.73%	71.76%	71.76%	71.87%
无形资产和开发支出	125.87	112.51	99.14	85.78	三费率	35.56%	30.07%	24.29%	19.03%
其他非流动资产	40.02	39.76	39.50	39.50	净利率	37.22%	50.34%	51.67%	56.24%
资产总计	2773.66	2794.44	3222.10	3777.59	ROE	21.38%	31.13%	33.64%	37.18%
短期借款	400.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.87%	29.32%	31.65%	35.36%
应付和预收款项	266.29	304.11	324.11	344.11	ROIC	36.25%	35.46%	52.76%	73.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	44.52%	59.99%	59.63%	63.57%
其他负债	0.00	60.00	60.00	60.00	营运能力				
负债合计	666.29	364.11	384.11	404.11	总资产周转率	0.44	0.54	0.57	0.59
股本	1080.27	1080.27	1080.27	1080.27	固定资产周转率	3.07	3.09	4.44	6.42
资本公积	27.93	27.93	27.93	27.93	应收账款周转率	46.36	50.09	61.59	74.34
留存收益	999.17	1322.14	1729.80	2265.28	存货周转率	5.31	4.24	3.48	3.14
归属母公司股东权益	2107.37	2430.34	2837.99	3373.48	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	1.13	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2107.37	2430.34	2837.99	3373.48	资产负债率	24.02%	13.03%	11.92%	10.70%
负债和股东权益合计	2773.66	2794.44	3222.10	3777.59	带息债务/总负债	60.03%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.04	7.01	8.16	9.54
					速动比率	1.38	3.27	4.49	5.94
					股利支付率	59.94%	57.31%	57.31%	57.31%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	539.00	901.41	1101.83	1417.59	每股收益	0.42	0.70	0.88	1.16
PE	91.47	54.48	43.16	32.86	每股净资产	1.95	2.25	2.63	3.12
PB	19.56	16.96	14.52	12.22	每股经营现金	0.47	0.58	0.75	0.99
PS	34.04	27.43	22.30	18.48	每股股利	0.25	0.40	0.51	0.67
EV/EBITDA	75.77	44.80	36.24	27.75					
股息率	0.66%	1.05%	1.33%	1.74%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@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

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

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn