

投资海外企业, 布局生物创新剂型领域

- **事件:** 公司公告称, 与 Rani Therapeutics 有限责任公司签署投资协议, 投资 500 万美元现金, 参与 Rani 公司 C 轮融资。
- **Rani 公司在研的机器人药片“糖针胶囊”, 市场空间巨大。** 糖针胶囊为 Rani 公司研发的新型生物口服制剂, 可将注射药物转为口服药丸, 用于治疗慢性疾病, 如糖尿病、类风湿性关节炎、肿瘤等疾病领域, 具有广阔市场前景。其原理是通过口服使得“糖针胶囊”到达患者肠道中时, 随着 pH 值变化胶囊外壳会被溶解; 胶囊内部的微型气球状结构逐渐膨胀, 把糖针推到肠壁上, 达到注射给药治疗效果, 糖针最后也将被生物降解。该技术将适用于所有生物大分子药物, 包括蛋白质、多肽、单抗等药物。根据 IMS Health 预测, 2015 年我国生物制剂市场规模预计将超过 350 亿美元, 几乎所有生物制剂均为注射剂型, 若“糖针胶囊”最终研发成功并应用于我国临床, 将对现有生物制剂的剂型产生重大革命, 市场空间巨大。
- **“糖针胶囊”将与公司在研的长效降糖药产生协同性。** 公司在 2014 年底已与王庆华教授共同签署了 Diabegone (长效降糖药) 项目合资经营合同, 共同开发长效降糖药 GLP-1 (胰高血糖素样肽-1) 融合蛋白。该糖尿病药物 2016 年申报临床试验, 预计 5-8 年后将在国内上市。对于 Rani 公司的“糖针胶囊技术”, 公司或将进行下一步深入合作, 将糖针技术在中国进行市场开发, 比如可与目前的在研长效降糖药配合使用, 增加该产品的技术壁垒。同时 Rani 公司也可作为昆药集团新型给药技术的国际技术平台, 今后在其他高科技医药产品开发上或将达成更远的合作。
- **业绩预测与估值:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.23 元、1.60 元、2.04 元, 对应市盈率分别为 28 倍、22 倍、17 倍。公司核心产品增长稳定; 且处于在研过程中的品种较多, 如富马酸亚铁叶酸片、长效降糖药 GLP-1 都给公司以市值想象空间; 本次参与 Rani 公司 C 轮融资, 将进入前景广阔的生物口服制剂领域, 与在研的长效降糖药在临床上的协同效应明显, 或将有效地增加该产品的技术壁垒; 同时考虑到公司在外延式扩张方面预期强烈, 市值有明显低估现象。维持给予“买入”评级, 目标价为 60 元/股。
- **风险提示:** 项目或存在着研发失败、相关行政审批无法获批等风险; 汇率波动或造成汇兑损失风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4120.51	5176.83	6351.61	7796.24
增长率	14.96%	25.64%	22.69%	22.74%
归属母公司净利润(百万元)	292.59	420.74	545.00	696.23
增长率	26.39%	43.80%	29.54%	27.75%
每股收益 EPS(元)	0.86	1.23	1.60	2.04
净资产收益率 ROE	15.01%	18.94%	21.29%	23.29%
PE	40	28	22	17
PB	5.79	5.08	4.40	3.77

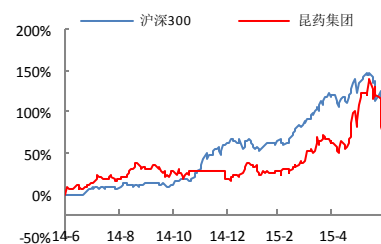
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
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)	3.41
流通 A 股(亿股)	3.4
52 周内股价区间(元)	20.2-51.5
总市值(亿元)	118.71
总资产(亿元)	32.15
每股净资产(元)	5.69

相关研究

1. 昆药集团(600422): 储备产品丰富, 加速外延式扩张 (2015-06-11)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4120.51	5176.83	6351.61	7796.24	净利润	308.04	442.99	573.83	733.06
营业成本	2886.79	3606.07	4417.68	5420.48	折旧与摊销	58.11	36.57	37.35	37.62
营业税金及附加	26.57	33.38	40.95	50.26	财务费用	12.35	7.52	4.86	5.68
销售费用	652.54	776.52	920.98	1091.47	资产减值损失	10.38	10.00	10.00	10.00
管理费用	214.92	258.84	317.58	389.81	经营营运资本变动	226.37	-54.71	-167.16	-179.87
财务费用	12.35	7.52	4.86	5.68	其他	-236.14	-28.27	-30.34	-30.12
资产减值损失	10.38	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	379.13	414.11	428.54	576.37
投资收益	22.58	20.00	20.00	20.00	资本支出	-9.07	-24.00	-10.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	57.13	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	48.05	-4.00	10.00	20.00
营业利润	339.54	504.50	659.56	848.53	短期借款	74.40	-104.40	0.00	0.00
其他非经营损益	26.41	22.36	22.92	23.31	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	365.95	526.86	682.47	871.85	股权融资	-7.27	0.00	0.00	0.00
所得税	58.26	83.87	108.64	138.79	支付股利	-119.40	-150.82	-216.88	-280.93
净利润	307.70	442.99	573.83	733.06	其他	-136.68	-33.19	-4.86	-5.68
少数股东损益	15.46	22.25	28.83	36.83	筹资活动现金流净额	-188.95	-288.41	-221.74	-286.62
归属母公司股东净利润	292.59	420.74	545.00	696.23	现金流量净额	238.22	121.70	216.80	309.75
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	564.75	686.46	903.26	1213.01	成长能力				
应收和预付款项	712.64	881.98	1086.71	1332.24	销售收入增长率	14.96%	25.64%	22.69%	22.74%
存货	488.98	609.09	746.90	916.88	营业利润增长率	27.62%	48.58%	30.74%	28.65%
其他流动资产	136.05	170.92	209.71	257.41	净利润增长率	30.58%	43.97%	29.54%	27.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.05%	33.80%	27.92%	27.08%
投资性房地产	65.66	65.66	65.66	65.66	获利能力				
固定资产和在建工程	486.70	481.85	462.22	432.33	毛利率	29.94%	30.34%	30.45%	30.47%
无形资产和开发支出	332.97	325.80	318.63	311.46	三费率	21.35%	20.15%	19.58%	19.07%
其他非流动资产	236.32	235.76	235.21	234.65	净利率	7.47%	8.56%	9.03%	9.40%
资产总计	3024.07	3457.52	4028.30	4763.64	ROE	15.01%	18.94%	21.29%	23.29%
短期借款	104.40	0.00	0.00	0.00	ROA	8.17%	10.17%	12.81%	14.24%
应付和预收款项	593.73	818.15	979.02	1196.80	ROIC	16.39%	23.91%	27.89%	31.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.95%	10.60%	11.05%	11.44%
其他负债	276.27	300.90	353.86	419.28	营运能力				
负债合计	974.40	1119.05	1332.87	1616.09	总资产周转率	1.39	1.60	1.70	1.77
股本	341.13	341.13	341.13	341.13	固定资产周转率	10.73	11.08	13.75	17.71
资本公积	846.02	846.02	846.02	846.02	应收账款周转率	10.58	11.01	10.89	10.90
留存收益	733.74	1003.66	1331.78	1747.08	存货周转率	5.46	6.56	6.50	6.51
归属母公司股东权益	1924.25	2190.81	2518.93	2934.23	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.36%	—	—	—
少数股东权益	125.41	147.67	176.50	213.32	资本结构				
股东权益合计	2049.67	2338.47	2695.43	3147.55	资产负债率	32.22%	32.37%	33.09%	33.93%
负债和股东权益合计	3024.07	3457.52	4028.30	4763.64	带息债务/总负债	10.71%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.09	2.23	2.33	2.40
					速动比率	1.56	1.65	1.74	1.81
					股利支付率	40.81%	35.85%	39.79%	40.35%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	410.00	548.60	701.77	891.83	每股收益	0.86	1.23	1.60	2.04
PE	40.47	28.29	21.75	17.06	每股净资产	6.01	6.86	7.90	9.23
PB	5.79	5.08	4.40	3.77	每股经营现金	1.11	1.21	1.26	1.69
PS	2.88	2.30	1.87	1.52	每股股利	0.35	0.44	0.64	0.82
EV/EBITDA	27.38	20.12	15.50	11.94					
股息率	0.75%	0.95%	1.36%	1.76%					

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 15 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zja@swsc.com.cn

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lhx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn