

内外兼修，畅享行业政策红利

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 中国证监会发行审核委员会对公司非公开发行 A 股股票申请进行了审核, 根据审核结果, 公司本次非公开发行 A 股股票申请获得通过。
- **健全长期激励机制, 提高经营管理质量。** 为稳定管理层和骨干员工队伍, 并为引进和稳定各类优秀人才提供一个良好的平台, 本次非公开发行对象为公司部分董事、高级管理人员以及其他员工非公开发行不超过 19602324 股, 对应资金总额不超过 30265.99 万元。募集资金用途主要为偿还银行贷款和补充流动资金, 减轻财务负担, 增强抗风险能力和核心竞争力。
- **制剂业务高速发展, 国内转型成功典范。** 公司自上市初开始向制剂领域战略转型, 目前公司已成功实现单业务向原料药与制剂双核心业务的战略转型。经历十几年的发展, 公司制剂业务营收占比不断提高, 2003-2015 年, 公司制剂收入占主营收入比例由 0.1% 增长至 45.9%。公司不仅在制剂业务方面获得突破, 并且在制剂出口领域走在国内行业最前列, 目前公司海外制剂业务约占整个制剂收入的 60%。公司在制剂品种方面积极寻求新的方向, 与美国 ONCOBIOLOGICS 合作, 布局高端生物制剂, 享有 ONCOBIOLOGICS 公司四个单抗产品在国内的 100% 市场权益。目前, 阿达木单抗仿制药及治疗老年黄斑变性产品已经获国内临床申报受理, 未来将对制剂产品线进行深度补充。
- **仿制药一致性评价势不可挡, 公司或成政策最大受益者。** 根据国务院关于开展一致性评价的具体落实意见, 明确了对仿制药出口企业的相关规定。在中国境内用同一条生产线生产并在国内和欧美均上市的, 在通过相关审核后视为通过一致性评价; 国内企业已在欧盟、美国和日本获准上市的仿制药, 按照新的化药分类要求进行注册申请, 由药审中心审评, 批准上市后视为通过一致性评价。公司在欧美获批上市制剂品种已经超过 16 个, 具有一致性评价的先天优势, 未来可借免一致性评价享受政策和市场红利。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.58 元、0.77 元、0.94 元, 公司积极布局高端生物制剂, 并且是一致性评价政策下受益最明确标的, 未来将充分享受一致性评价带来的政策和市场红利。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 药品招标降价、新产品研发进展低于预期、制剂出口受阻等风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3500.36	4463.03	5443.39	6511.27
增长率	35.41%	27.50%	21.97%	19.62%
归属母公司净利润(百万元)	442.47	594.03	793.38	972.38
增长率	66.66%	34.25%	33.56%	22.56%
每股收益 EPS(元)	0.43	0.58	0.77	0.94
净资产收益率 ROE	11.74%	14.89%	17.51%	18.83%
PE	57	42	32	26
PB	6.78	6.10	5.37	4.71

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

分析师: 施跃
执业证号: S1250515080001
电话: 021-68413878
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.31
流通 A 股(亿股)	10.31
52 周内股价区间(元)	21.5-32.21
总市值(亿元)	252.31
总资产(亿元)	58.81
每股净资产(元)	4.70

相关研究

关键假设：

假设 1：随着公司多种新的特色原料药逐步上市，原料药业务未来三年收入维持 20% 增长，毛利率分别为 41%、42%、43%；

假设 2：公司制剂出口品种不断增加，未来三年收入增速分别为 35%、25%、20%，毛利率分别为 62%、62.5%、63%；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万		2015A	2016E	2017E	2018E
原料药及中间体	收入	1823.25	2187.90	2625.48	3150.58
	增速	16.15%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	40.53%	41.00%	42.00%	43.00%
成品药销售	收入	1605.28	2167.13	2708.91	3250.69
	增速	62.05%	35.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	60.38%	62.00%	62.50%	63.00%
技术服务	收入	4.39	8.00	9.00	10.00
	增速	44.84%	82.23%	12.50%	11.11%
	毛利率	100%	100.00%	100.00%	100.00%
其他	收入	56.55	100.00	100.00	100.00
	增速	2474.11%	76.83%	0.00%	0.00%
	毛利率	3.27%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	3489.47	4,463.0	5,443.4	6,511.3
	增速	36.01%	27.50%	21.97%	19.62%
	毛利率	49.13%	50.50%	51.62%	52.49%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3500.36	4463.03	5443.39	6511.27	净利润	436.72	616.22	822.16	1007.64
营业成本	1777.49	2209.37	2633.62	3093.59	折旧与摊销	197.55	266.16	291.05	301.18
营业税金及附加	27.51	29.33	35.61	44.09	财务费用	-5.82	23.49	1.14	-12.01
销售费用	448.12	557.88	696.75	846.47	资产减值损失	48.98	25.00	15.00	15.00
管理费用	714.17	901.53	1099.57	1341.32	经营营运资本变动	-279.93	-403.76	-364.18	-419.16
财务费用	-5.82	23.49	1.14	-12.01	其他	-202.19	-26.52	-19.49	-18.63
资产减值损失	48.98	25.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	195.31	500.59	745.68	874.03
投资收益	1.60	1.77	1.97	2.18	资本支出	-516.37	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	1.60	1.60	1.60	1.60	其他	116.95	3.37	3.56	3.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-399.43	-36.63	-36.44	-36.22
营业利润	493.10	719.79	965.27	1186.59	短期借款	340.91	-372.98	-346.32	-118.48
其他非经营损益	30.69	19.28	20.80	21.94	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	523.79	739.07	986.07	1208.54	股权融资	120.91	0.00	0.00	0.00
所得税	87.07	122.85	163.91	200.89	支付股利	-117.88	-196.46	-263.75	-352.26
净利润	436.72	616.22	822.16	1007.64	其他	-134.39	-49.94	-1.14	12.01
少数股东损益	-5.75	22.18	28.78	35.27	筹资活动现金流净额	209.55	-619.38	-611.21	-458.74
归属母公司股东净利润	442.47	594.03	793.38	972.38	现金流量净额	40.74	-155.42	98.04	379.07
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	601.72	446.30	544.34	923.41	成长能力				
应收和预付款项	1131.48	1479.17	1789.39	2138.17	销售收入增长率	35.41%	27.50%	21.97%	19.62%
存货	1077.35	1337.27	1595.33	1873.97	营业利润增长率	60.43%	45.97%	34.10%	22.93%
其他流动资产	21.03	26.81	32.70	39.12	净利润增长率	70.11%	41.10%	33.42%	22.56%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	39.63%	47.40%	24.57%	17.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2092.41	1875.42	1633.54	1381.53	毛利率	49.22%	50.50%	51.62%	52.49%
无形资产和开发支出	491.90	482.73	473.56	464.39	三费率	33.04%	33.23%	33.02%	33.42%
其他非流动资产	99.61	99.61	99.61	99.61	净利率	12.48%	13.81%	15.10%	15.48%
资产总计	5515.50	5747.31	6168.47	6920.19	ROE	11.74%	14.89%	17.51%	18.83%
短期借款	837.78	464.80	118.48	0.00	ROA	7.92%	10.72%	13.33%	14.56%
应付和预收款项	770.69	970.14	1167.40	1369.41	ROIC	10.58%	14.19%	17.48%	20.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.56%	22.62%	23.10%	22.66%
其他负债	186.68	174.19	186.00	198.81	营运能力				
负债合计	1795.14	1609.12	1471.88	1568.22	总资产周转率	0.70	0.79	0.91	0.99
股本	793.14	1031.08	1031.08	1031.08	固定资产周转率	2.50	2.68	3.29	4.42
资本公积	1031.23	793.29	793.29	793.29	应收账款周转率	3.83	3.83	3.76	3.71
留存收益	1846.52	2244.10	2773.73	3393.84	存货周转率	1.91	1.83	1.79	1.78
归属母公司股东权益	3591.11	3986.75	4516.38	5136.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.43%	—	—	—
少数股东权益	129.25	151.43	180.21	215.47	资本结构				
股东权益合计	3720.35	4138.18	4696.59	5351.97	资产负债率	32.55%	28.00%	23.86%	22.66%
负债和股东权益合计	5515.50	5747.31	6168.47	6920.19	带息债务/总负债	46.67%	28.89%	8.05%	0.00%
					流动比率	1.68	2.20	2.91	3.42
					速动比率	1.04	1.30	1.74	2.13
					股利支付率	26.64%	33.07%	33.24%	36.23%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	684.83	1009.45	1257.46	1475.76	每股收益	0.43	0.58	0.77	0.94
PE	57.02	42.47	31.80	25.95	每股净资产	3.61	4.01	4.56	5.19
PB	6.78	6.10	5.37	4.71	每股经营现金	0.19	0.49	0.72	0.85
PS	7.21	5.65	4.64	3.87	每股股利	0.11	0.19	0.26	0.34
EV/EBITDA	28.58	24.91	19.65	16.40					
股息率	0.47%	0.78%	1.05%	1.40%					

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 楼

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（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn