

## 剑指国际市场的多肽旗舰

■卡贝放量，国内业务增速稳健：今年3月卡贝缩宫素获批上市，相比同类产品疗效好、副作用小、竞争格局良好（包括原研共有3家），潜在市场规模在5亿元以上，预计其三年内可快速放量，突破亿元销售规模。除胸腺五肽受控费影响略有下滑外，其他制剂如生长抑素、特利加压素等均有望保持30%以上的增速，预计2016年国内制剂业务可维持在30%以上的较高增长水平。

■长剑出鞘，海外多肽业务有望迎来丰收季：客户肽与多肽原料药工艺稳定、质量过硬，已在海外树立良好口碑，2016年向海外企业供应研发申报样品，有望贡献2亿元营收。其中，利拉鲁肽专利将于2017年8月到期，有望迎来一波抢仿潮，这也将是公司原料药业务的重要机遇。格拉替雷、利拉鲁肽的ANDA申报正在筹备当中，有望于2018年下半年上市。情景分析覆盖仿制药上市后的降价因素，格拉替雷、利拉鲁肽的市场空间也将超过30亿美元，考虑到公司在海外的布局（与爱克龙药业的合作），业绩弹性极具想象空间。

■无创血糖手环，开启糖尿病慢病管理新篇章：挪威普迪开发的无创血糖连续监测手环在欧洲的认证工作正在有序进行中，预计下半年取得突破。无创模式、监测精度尚可、商业模式选择余地较大，普迪手环有望填补无创血糖监测的市场空白，对传统的有创血糖监测产品形成替代，改写糖尿病慢病管理模式，为我国1亿多糖尿病患者带来福音。

■投资建议：我们预计2016-18年收入增速分别为37.56%、74.67%、20.18%；EPS分别为0.50、0.80、1.06元，相对当前股价PE分别为41X、26X、19X。首次给予买入-A的投资评级，未来12个月目标价为30元。

■风险提示：成纪药业业绩承诺未能兑现；海外原料药增速低于预期；格拉替雷、利拉鲁肽ANDA申报进度慢于预期

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	419.4	768.3	1,056.8	1,846.0	2,218.5
净利润	171.6	305.3	447.4	709.9	939.5
每股收益(元)	0.19	0.34	0.50	0.80	1.06
每股净资产(元)	1.46	2.96	3.50	4.22	5.17

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	105.6	59.3	40.5	25.5	19.3
市净率(倍)	14.0	6.9	5.8	4.8	3.9
净利润率	40.9%	39.7%	42.3%	38.5%	42.3%
净资产收益率	13.2%	11.6%	14.4%	18.9%	20.4%
股息收益率	0.2%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%
ROIC	27.7%	47.0%	15.7%	21.5%	24.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

首次评级

12个月目标价：30.00元  
 股价(2016-06-30) 20.35元

### 交易数据

总市值(百万元)	18,111.83
流通市值(百万元)	17,378.49
总股本(百万股)	890.02
流通股本(百万股)	853.98
12个月价格区间	14.50/31.40元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.41	12.43	-31.61
绝对收益	8.56	11.96	-49.34

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060001  
 wuyq@essence.com.cn  
 010-83321077

徐嘉辰

报告联系人

xujc1@essence.com.cn  
 010-83321076

### 相关报告

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	419.4	768.3	1,056.8	1,846.0	2,218.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	72.0	146.8	225.6	510.3	592.5	营业收入增长率	39.2%	83.2%	37.6%	74.7%	20.2%
营业税费	4.7	11.2	16.9	30.5	37.7	营业利润增长率	28.9%	79.4%	47.3%	60.3%	33.2%
销售费用	74.0	109.6	150.1	254.7	292.8	净利润增长率	32.0%	78.0%	46.5%	58.7%	32.3%
管理费用	81.5	130.1	159.6	256.6	292.8	EBITDA 增长率	45.3%	105.5%	35.2%	53.7%	26.1%
财务费用	1.4	30.0	3.0	-2.4	-40.6	EBIT 增长率	37.2%	94.3%	35.9%	58.9%	28.3%
资产减值损失	2.5	18.9	25.0	28.0	22.0	NOPLAT 增长率	43.7%	90.5%	35.7%	59.0%	28.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.2%	307.4%	15.9%	11.5%	10.0%
投资和汇兑收益	-	7.2	8.0	8.8	13.5	净资产增长率	15.3%	103.5%	18.2%	20.5%	22.5%
<b>营业利润</b>	<b>183.3</b>	<b>328.9</b>	<b>484.6</b>	<b>777.1</b>	<b>1,034.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	3.0	9.4	12.0	10.0	8.0	毛利率	82.8%	80.9%	78.6%	72.4%	73.3%
<b>利润总额</b>	<b>186.3</b>	<b>338.4</b>	<b>496.6</b>	<b>787.1</b>	<b>1,042.7</b>	营业利润率	43.7%	42.8%	45.9%	42.1%	46.6%
减:所得税	14.8	33.0	49.2	77.1	103.2	净利润率	40.9%	39.7%	42.3%	38.5%	42.3%
<b>净利润</b>	<b>171.6</b>	<b>305.3</b>	<b>447.4</b>	<b>709.9</b>	<b>939.5</b>	EBITDA/营业收入	51.2%	57.4%	56.5%	49.7%	52.1%
						EBIT/营业收入	44.0%	46.7%	46.1%	42.0%	44.8%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	296	280	317	209	185
						流动营业资本周转天数	135	151	192	142	154
						流动资产周转天数	711	462	375	312	349
						应收帐款周转天数	145	190	230	160	175
						存货周转天数	33	40	42	55	54
						总资产周转天数	1,282	1,229	1,298	891	857
						投资资本周转天数	559	818	1,031	670	618
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	13.2%	11.6%	14.4%	18.9%	20.4%
						ROA	10.1%	8.6%	11.0%	14.0%	17.1%
						ROIC	27.7%	47.0%	15.7%	21.5%	24.7%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	17.6%	14.3%	14.2%	13.8%	13.2%
						管理费用率	19.4%	16.9%	15.1%	13.9%	13.2%
						财务费用率	0.3%	3.9%	0.3%	-0.1%	-1.8%
						三费/营业收入	37.4%	35.1%	29.6%	27.6%	24.6%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	23.6%	25.6%	23.5%	25.8%	16.3%
						负债权益比	31.0%	34.5%	30.7%	34.7%	19.5%
						流动比率	8.39	2.34	1.82	2.08	4.45
						速动比率	7.97	2.05	1.63	1.61	4.02
						利息保障倍数	134.49	11.98	161.90	-320.36	-24.46
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.05	0.03	0.05	0.08	0.11
						分红比率	25.9%	7.3%	10.0%	10.0%	10.0%
						股息收益率	0.2%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%

## 资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	700.1	186.9	253.6	433.8	706.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	188.4	622.6	727.8	913.1	1,243.8
应收票据	50.7	43.3	102.9	170.0	132.1
预付帐款	2.5	4.9	6.4	19.2	10.5
存货	48.6	121.0	128.1	438.0	227.4
其他流动资产	0.4	0.7	1.4	0.8	1.0
可供出售金融资产	-	25.4	25.0	25.0	25.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	108.8	108.8	108.8	108.8
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	349.8	845.9	1,013.1	1,132.8	1,144.1
在建工程	187.9	71.7	136.7	160.7	193.7
无形资产	62.7	467.0	496.6	578.4	606.8
其他非流动资产	-	-	-	-	-
<b>资产总额</b>	<b>1,697.5</b>	<b>3,546.0</b>	<b>4,073.5</b>	<b>5,061.3</b>	<b>5,499.8</b>
短期债务	-	100.0	356.7	213.6	-
应付帐款	32.2	91.8	87.5	276.7	153.0
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
<b>负债总额</b>	<b>401.3</b>	<b>908.7</b>	<b>956.1</b>	<b>1,305.0</b>	<b>898.0</b>
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	400.0	890.0	890.0	890.0	890.0
留存收益	898.2	1,737.7	2,227.4	2,866.3	3,711.8
<b>股东权益</b>	<b>1,296.1</b>	<b>2,637.3</b>	<b>3,117.4</b>	<b>3,756.3</b>	<b>4,601.9</b>

## 现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	171.6	305.3	447.4	709.9	939.5
加:折旧和摊销	33.6	86.6	109.2	142.6	162.3
资产减值准备	2.5	18.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	10.5	31.6	3.0	-2.4	-40.6
投资损失	-	-7.2	-8.0	-8.8	-13.5
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-95.0	-211.4	-209.1	-157.1	-308.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>153.4</b>	<b>138.8</b>	<b>342.6</b>	<b>684.2</b>	<b>739.5</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-85.2</b>	<b>-1,123.1</b>	<b>-363.3</b>	<b>-358.6</b>	<b>-221.7</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>184.1</b>	<b>466.8</b>	<b>87.4</b>	<b>-145.4</b>	<b>-244.8</b>

## 业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.19	0.34	0.50	0.80	1.06
BVPS(元)	1.46	2.96	3.50	4.22	5.17
PE(X)	105.6	59.3	40.5	25.5	19.3
PB(X)	14.0	6.9	5.8	4.8	3.9
P/FCF	61.2	-12.0	303.3	70.1	46.9
P/S	43.2	23.6	17.1	9.8	8.2
EV/EBITDA	47.5	50.1	30.6	19.6	15.1
CAGR(%)	60.5%	45.4%	51.0%	60.5%	45.4%
PEG	1.7	1.3	0.8	0.4	0.4
ROIC/WACC	2.1	3.5	1.2	1.6	1.8
REP	7.2	2.2	4.8	3.1	2.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

吴永强声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034