

来那度胺大概率获批, 或大幅改善业绩

投资要点

- **财务概况:** 公司2016年上半年营业收入、扣非净利润分别为4.7亿元、2.4亿元, 同比增长分别为-12.3%、-16.3%; 2016Q2营业收入、扣非净利润分别为2.1亿元、0.96亿元, 同比增长分别为-18.3%、-26.8%。
- **上半年收入与净利润下滑, 看好来那度胺上市后对公司业绩的改善。** 2016年上半年营业收入为4.7亿元, 同比增长约-12.3%。期间内生物生化药、化学药销售额分别为4亿元、0.5亿元, 同比增长分别为-7.3%、-32.8%。总经销收入为2.7亿元, 同比下滑21.7%, 主要是受主营产品贝科能降价所致。公司重磅新药来那度胺已于今年4月份进入优先审评通道, 近期将大概率获批生产, 如能顺利获批将利好公司业绩。2016年上半年扣非净利润为2.4亿元, 同比下滑16.3%, 具体分析如下: 1) 公司主营收入下滑12.3%, 原因是主营产品受行业政策波动影响而出现一定幅度降价; 2) 期间费用率约为12.5%, 同比上升约2.6个百分点, 其中销售费用率、管理费用率分别为4.4%、10%。受经销模式调整影响, 销售费用率提升约2个百分点。从单季度来看, 2016Q2营业收入、扣非净利润同比增长分别为-18.3%、-26.8%, 我们预计主营产品销售量, 单季度业绩或将好转。
- **来那度胺近期获批生产概率大, 药价谈判有利于该产品进医保。** 来那度胺是国内临床治疗多发性骨髓瘤的急缺用药, 是目前治疗多发性骨髓瘤效果最好的药物, 2015年全球销售额为58亿美元。由于原研公司Celgene在国内按照美国价格定价, 患者每月费用超过5万元, 因此国内仅有极少数患者能承担该药费用。由于原研产品核心化合物专利在国内被判无效, 因此公司来那度胺国内首仿可在专利期前(2017年7月)获批生产上市。目前, 该药优先审评已经进入尾声, 近期获批生产预期强烈。来那度胺是5个“国家药价谈判”品种之一, 目前已经有3个品种主动降价, 并在国内20多个省份试点进入各地方医保; 而来那度胺原研公司未能接受降价谈判, 如若公司产品顺利获利, 或将紧随已降价品种进入多个省份医保, 届时将在有利于公司对该产品进行市场推广和销售放量。
- **盈利预测及投资建议。** 由于主营受行业政策波动影响, 预计2016-2018年EPS分别为0.77元、0.90元、1.14元(原预测为0.86元、1.15元、1.52元), 对应市盈率分别为42倍、36倍、28倍。虽然公司业绩短期受行业政策影响比较明显, 但公司重磅品种来那度胺近期获批生产预期强烈, 若顺利获批, 公司有望在未来3年内独享国内市场。我们看好来那度胺上市后对公司业绩的积极影响, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新药获批进度或低于预期, 药品销售或低于预期, 药品降价风险。

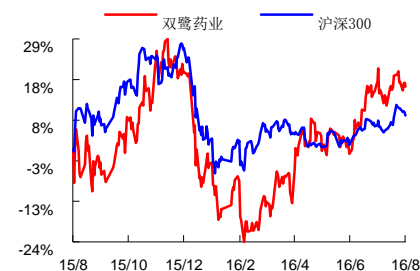
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1156.55	1139.61	1291.10	1549.75
增长率	-6.95%	-1.46%	13.29%	20.03%
归属母公司净利润(百万元)	575.05	527.61	614.11	780.34
增长率	-17.27%	-8.25%	16.40%	27.07%
每股收益EPS(元)	0.84	0.77	0.90	1.14
净资产收益率ROE	15.98%	13.16%	13.60%	15.07%
PE	39	42	36	28
PB	6.14	5.52	4.89	4.27

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: 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)	6.85
流通A股(亿股)	5.67
52周内股价区间(元)	21.34-36.05
总市值(亿元)	221.91
总资产(亿元)	39.95
每股净资产(元)	5.58

相关研究

1. 双鹭药业(002038): 来那度胺进入优先审评, 双鹭将成为最大赢家 (2016-04-26)

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	1156.55	1139.61	1291.10	1549.75	净利润	577.22	529.27	616.73	783.32
营业成本	393.59	360.18	393.17	420.76	折旧与摊销	32.74	31.00	36.32	39.31
营业税金及附加	14.50	14.29	16.19	19.43	财务费用	-19.25	-5.80	-7.39	-8.85
销售费用	33.67	50.14	51.64	61.99	资产减值损失	1.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	138.00	113.96	129.11	154.97	经营营运资本变动	336.17	83.43	-130.03	-190.38
财务费用	-19.25	-5.80	-7.39	-8.85	其他	-423.62	6.60	6.60	6.60
资产减值损失	1.61	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	504.87	644.50	522.22	630.00
投资收益	68.98	0.00	0.00	0.00	资本支出	-64.30	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	-6.60	-6.60	-6.60	-6.60	其他	307.82	-6.60	-6.60	-6.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	243.51	-46.60	-46.60	-46.60
营业利润	656.82	600.24	701.78	894.84	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.93	12.96	12.75	12.68	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	668.75	613.20	714.52	907.52	股权融资	228.06	0.00	0.00	0.00
所得税	91.53	83.93	97.79	124.21	支付股利	-136.98	-113.32	-103.98	-121.02
净利润	577.22	529.27	616.73	783.32	其他	-214.06	-2.09	7.39	8.85
少数股东损益	2.17	1.66	2.62	2.97	筹资活动现金流净额	-122.98	-115.41	-96.59	-112.17
归属母公司股东净利润	575.05	527.61	614.11	780.34	现金流量净额	624.35	482.49	379.04	471.23
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	1469.56	1952.05	2331.09	2802.32	成长能力				
应收和预付款项	757.94	684.28	790.91	945.54	销售收入增长率	-6.95%	-1.46%	13.29%	20.03%
存货	129.67	118.66	129.53	138.62	营业利润增长率	-15.84%	-8.61%	16.92%	27.51%
其他流动资产	226.99	224.23	248.89	290.99	净利润增长率	-17.66%	-8.31%	16.52%	27.01%
长期股权投资	142.82	142.82	142.82	142.82	EBITDA 增长率	-15.18%	-6.70%	16.83%	26.63%
投资性房地产	21.33	21.33	21.33	21.33	获利能力				
固定资产和在建工程	459.75	473.14	481.21	486.28	毛利率	65.97%	68.39%	69.55%	72.85%
无形资产和开发支出	218.74	214.35	209.97	205.58	三费率	13.18%	13.89%	13.43%	13.43%
其他非流动资产	334.82	334.82	334.82	334.82	净利率	49.91%	46.44%	47.77%	50.54%
资产总计	3761.62	4165.69	4690.57	5368.31	ROE	15.98%	13.16%	13.60%	15.07%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.34%	12.71%	13.15%	14.59%
应付和预收款项	97.17	94.36	105.33	119.80	ROIC	29.45%	30.48%	34.85%	40.19%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	57.96%	54.88%	56.60%	59.71%
其他负债	51.23	50.05	51.21	52.18	营运能力				
负债合计	148.40	144.41	156.55	171.98	总资产周转率	0.33	0.29	0.29	0.31
股本	684.90	684.90	684.90	684.90	固定资产周转率	3.71	3.10	2.91	3.29
资本公积	7.39	7.39	7.39	7.39	应收账款周转率	1.79	1.78	2.00	2.02
留存收益	2877.66	3291.95	3802.08	4461.40	存货周转率	3.25	2.90	3.17	3.14
归属母公司股东权益	3577.85	3984.24	4494.38	5153.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.98%	—	—	—
少数股东权益	35.37	37.03	39.65	42.62	资本结构				
股东权益合计	3613.22	4021.27	4534.03	5196.32	资产负债率	3.95%	3.47%	3.34%	3.20%
负债和股东权益合计	3761.62	4165.69	4690.57	5368.31	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	23.28	27.84	29.38	31.04
					速动比率	22.11	26.73	28.29	30.01
					股利支付率	23.82%	21.48%	16.93%	15.51%
					每股指标				
					每股收益	0.84	0.77	0.90	1.14
					每股净资产	5.28	5.87	6.62	7.59
					每股经营现金	0.74	0.94	0.76	0.92
					每股股利	0.20	0.17	0.15	0.18
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	670.31	625.43	730.71	925.30					
PE	38.59	42.06	36.13	28.44					
PB	6.14	5.52	4.89	4.27					
PS	19.19	19.47	17.19	14.32					
EV/EBITDA	30.26	31.66	26.58	20.48					
股息率	0.62%	0.51%	0.47%	0.55%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn