

经营拐点明确, 创新驱动公司估值逐步提升

投资要点

- **事件:** 公司公告前三季度实现营收 62.5 亿元, 同比+7.5%; 归母净利润 5.4 亿, 同比-2.4%; 扣非后归母净利润 4.8 亿元, 同比-7.5%; 经营性现金流量净额 14.9 亿, 同比+30.8%; 预告 2016 年业绩 5.8-7.7 亿元, 同比-10%至 20%。公司同时公告实施限制性股票激励计划, 拟向公司 312 名中高级管理人员和核心骨干授予公司回购的 748.1 万股, 授予价格 6.9 元每股, 业绩考核目标为以 2016 年净利润为基数, 2017-2018 年净利润增长不低于 15%和 45%。
- **输液稳定增长, 川宁项目开始贡献业绩。** 公司前三季度收入和净利润同比增速分别为+7.5%和-2.4%, 从单季度看, 公司第三季度收入和净利润同比增速分别为+8.75%和+7.1%, 即公司收入和利润增速趋势良好, 前三季度利润增速较低主要受二季度影响。分业务看, 我们预计公司输液业务在可立袋替代塑瓶的趋势下, 实现了稳定增长, 非输液业务方面预计在专科产品和川宁项目的带动下实现 20%左右的增速。在川宁项目硫红满产扭亏, 7ACA 已达 50%产能的带动下, 我们认为公司业绩拐点明确, 从 2016 年开始全面向好。
- **三发驱动逐步兑现, 公司业绩和估值有望同步提升。** 公司 2012 年制定了“三发驱动”发展战略, “三发”即三台发动机, 分别是输液、抗生素全产业链和高技术内涵药, 为此启动了百亿投资计划, 谋求企业升级转型。随着战略持续推进, 三发驱动战略逐步兑现, 公司正迎来业绩和估值有望同步提升机遇, 主要原因在于: 1) 第一发大输液, 国内龙头, 为研发提供稳定现金流; 2) 第二发抗生素全产业链, 随着川宁项目环保解决实现满产扭亏, 在为公司提供业绩弹性的同时, 也将为研发提供稳定现金流; 3) 第三发创新驱动, 公司在研发方面连续多年研发投入位列国内医药上市公司前茅, 2015 年投入约 5 亿元, 2016H1 达 3 亿元, 高强度投入, 布局面向中国和全球市场的化学小分子、生物大分子以及新型给药系统 (NDDS) 的仿制和创新产品线, 目前共有 A 类在研项目超过 330 项, 预计从 2017 年开始将有多个产品连续获批上市。随着研发投入对业绩拉动的效果逐渐显现, 我们认为公司估值有望逐步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.48 元、0.57 元、0.70 元, 未来三年将保持 16%的复合增长率。考虑到公司输液维稳、川宁扭亏、研发成果陆续兑现, 我们认为公司拐点明确, 业绩和估值有望同比提升, 高强度的研发投入将有力推高公司发展空间。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新药研发进程或低于预期的风险、川宁项目或因环保再次停产的风险、核心原料药价格或下行的风险、生产管理或出现重大问题的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	7763.34	8352.50	9417.85	10924.92
增长率	-3.24%	7.59%	12.75%	16.00%
归属母公司净利润 (百万元)	645.27	688.01	825.37	1011.14
增长率	-35.60%	6.62%	19.96%	22.51%
每股收益 EPS (元)	0.45	0.48	0.57	0.70
净资产收益率 ROE	4.85%	6.19%	6.99%	7.97%
PE	39	36	30	25
PB	2.24	2.12	1.99	1.86

数据来源: Wind, 西南证券

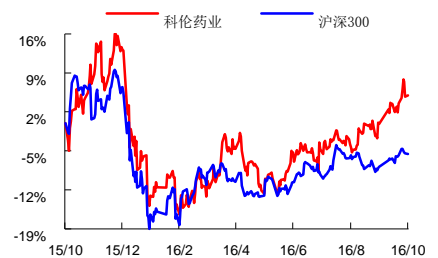
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@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)	14.40
流通 A 股(亿股)	9.25
52 周内股价区间(元)	13.7-19.1
总市值(亿元)	246.24
总资产(亿元)	237.98
每股净资产(元)	7.94

相关研究

关键假设：

假设 1：公司输液业务稳定增长，随着可立袋占比提升，毛利率分别为 50%、50.5%和 51%；

假设 2：公司非输液业务在川宁项目二期满产和专科制剂的带动下，2016-2018 年同比增速维持 40%左右，毛利率维持 23%左右。

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：百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计：营业收入	6831.28	8023.42	7763.34	8352.50	9417.85	10924.92
yoy	16.07%	17.45%	-3.24%	7.59%	12.75%	16.00%
合计：营业成本	3712.06	4607.81	4505.54	4814.52	5571.96	6650.55
毛利率	45.66%	42.57%	41.96%	42.36%	40.84%	39.12%
输液						
收入	5700.41	6191.64	5929.25	5988.54	6108.31	6291.56
yoy	11.7%	8.6%	-4.2%	1.00%	2.00%	3.00%
成本	2888.59	3161.59	2991.88	2994.27	3023.62	3082.87
毛利率	49.33%	48.94%	49.54%	50.00%	50.50%	51.00%
非输液						
收入	1113.09	1753.23	1688.54	2363.96	3309.54	4633.35
yoy	44.1%	57.5%	-3.7%	40.00%	40.00%	40.00%
成本	812.67	1377.4	1373.96	1820.25	2548.34	3567.68
毛利率	26.99%	21.44%	18.63%	23.00%	23.00%	23.00%

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	7763.34	8352.50	9417.85	10924.92	净利润	541.89	731.92	878.05	1075.68
营业成本	4505.54	4814.52	5571.96	6650.55	折旧与摊销	574.93	868.12	868.12	868.12
营业税金及附加	75.60	79.06	89.13	103.90	财务费用	461.21	290.00	171.34	55.60
销售费用	1027.94	1127.59	1271.41	1420.24	资产减值损失	87.15	90.00	90.00	90.00
管理费用	1061.02	1169.35	1271.41	1420.24	经营营运资本变动	318.83	-703.14	-411.53	-573.85
财务费用	461.21	290.00	171.34	55.60	其他	-744.57	-86.98	-91.42	-89.51
资产减值损失	87.15	90.00	90.00	90.00	经营活动现金流净额	1239.43	1189.93	1504.56	1426.04
投资收益	28.61	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1168.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-931.62	-586.99	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2099.67	-586.99	0.00	0.00
营业利润	573.50	781.99	952.61	1184.39	短期借款	232.21	1173.94	-1103.08	-1071.45
其他非经营损益	107.31	79.10	80.40	81.11	长期借款	-522.89	0.00	0.00	0.00
利润总额	680.82	861.09	1033.00	1265.51	股权融资	-20.18	0.00	0.00	0.00
所得税	138.93	129.16	154.95	189.83	支付股利	-180.00	-115.93	-123.61	-148.28
净利润	541.89	731.92	878.05	1075.68	其他	1584.26	-2676.42	-171.34	-55.60
少数股东损益	-103.38	43.92	52.68	64.54	筹资活动现金流净额	1093.40	-1618.42	-1398.03	-1275.34
归属母公司股东净利润	645.27	688.01	825.37	1011.14	现金流量净额	231.82	-1015.48	106.54	150.71
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	1850.73	835.25	941.79	1092.49	成长能力				
应收和预付款项	4103.72	4393.44	4962.68	5771.75	销售收入增长率	-3.24%	7.59%	12.75%	16.00%
存货	2207.33	2102.05	2506.37	3064.14	营业利润增长率	-47.32%	36.35%	21.82%	24.33%
其他流动资产	991.68	686.30	825.11	988.51	净利润增长率	-44.97%	35.07%	19.96%	22.51%
长期股权投资	49.48	49.48	49.48	49.48	EBITDA 增长率	-11.00%	20.53%	2.68%	5.83%
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	11357.12	10617.99	9878.86	9139.73	毛利率	41.96%	42.36%	40.84%	39.12%
无形资产和开发支出	1385.36	1257.41	1129.46	1001.51	三费率	32.85%	30.97%	28.82%	26.51%
其他非流动资产	637.93	1223.88	1222.83	1221.79	净利率	6.98%	8.76%	9.32%	9.85%
资产总计	22583.35	21165.79	21516.57	22329.41	ROE	4.85%	6.19%	6.99%	7.97%
短期借款	2220.00	3393.94	2290.85	1219.40	ROA	2.40%	3.46%	4.08%	4.82%
应付和预收款项	1637.18	1869.81	2129.47	2524.88	ROIC	5.39%	5.72%	6.09%	6.83%
长期借款	327.11	327.11	327.11	327.11	EBITDA/销售收入	20.73%	23.23%	21.15%	19.30%
其他负债	7235.20	3759.63	4199.39	4760.86	营运能力				
负债合计	11419.49	9350.49	8946.82	8832.26	总资产周转率	0.35	0.38	0.44	0.50
股本	1440.00	1440.00	1440.00	1440.00	固定资产周转率	1.29	1.47	1.91	2.61
资本公积	3674.94	3674.94	3674.94	3674.94	应收账款周转率	2.93	3.06	3.16	3.19
留存收益	5980.55	6552.63	7254.40	8117.25	存货周转率	2.10	2.23	2.42	2.39
归属母公司股东权益	11060.04	11667.57	12369.33	13232.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.52%	—	—	—
少数股东权益	103.82	147.74	200.42	264.96	资本结构				
股东权益合计	11163.86	11815.31	12569.75	13497.15	资产负债率	50.57%	44.18%	41.58%	39.55%
负债和股东权益合计	22583.35	21165.79	21516.57	22329.41	带息债务/总负债	49.35%	56.79%	47.02%	35.50%
					流动比率	1.19	1.12	1.37	1.65
					速动比率	0.90	0.83	1.00	1.19
					股利支付率	27.90%	16.85%	14.98%	14.67%
					每股指标				
					每股收益	0.45	0.48	0.57	0.70
					每股净资产	7.75	8.21	8.73	9.37
					每股经营现金	0.86	0.83	1.04	0.99
					每股股利	0.13	0.08	0.09	0.10
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1609.64	1940.11	1992.07	2108.12					
PE	38.81	36.40	30.34	24.77					
PB	2.24	2.12	1.99	1.86					
PS	3.23	3.00	2.66	2.29					
EV/EBITDA	18.09	14.59	13.60	12.27					
股息率	0.72%	0.46%	0.49%	0.59%					

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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@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