



肝素原料药价格触底反弹，制剂有望陆续放量

投资要点

- **事件：**近期，我们对公司进行了调研，与公司高管就未来发展战略进行交流。
- **肝素原料药价格触底反弹，肝素粗品存货增厚业绩。**肝素原料药的产业链上游为猪小肠和在此基础上提取的肝素粗品，下游为肝素制剂。由于我国生猪出栏量减少，一根猪小肠的价格从 11 元提升到 22 元。肝素粗品价格也随之上漲，从 9500 元/单位上涨到 14000-15000 元/单位。2016 年以来肝素原料药平均出口价格稳定在 3400-3500 美元/千克，扭转了 2011 年以来的持续下跌趋势。随着上游原材料的价格大幅度上涨，价格将逐步传导至肝素原料药生产企业，肝素原料药价格有望触底反弹，对公司肝素原料药业务形成利好。且公司在肝素粗品处于价格底部的时候储备了很多存货，价值在 6 亿元左右，目前已升值 50%。即便不考虑肝素粗品转化为肝素原料药进一步提价销售，仅肝素粗品在保证每年肝素原料药和制剂正常供应，即消耗不超过 1.5 万亿单位肝素粗品，未来 2 年内还有至少 3 亿元的存货可享受增值 50% 以上即 1.5 亿收入，按照 60% 的净利率测算在两年内确认，2017-2018 年至少可分别增加 4500 万净利润。
- **低分子肝素制剂市场持续扩容，产品持续放量。**2015 年 PDB 样本医院的低分子肝素制剂销售额为 6.9 亿元，同比增长 12%，随着抗凝血市场持续扩容和对普通肝素制剂的替代，预计未来仍将保持 10% 以上的复合增速。公司主打产品为低分子肝素钙（万脉舒），产品质量高享受单独定价，产品仍处于高速增长阶段，2015 年销售收入达 7.1 亿（27%），凭借优质优价的优势未来 3 年仍将保持 20% 以上的复合增速。此外公司还陆续获批了达肝素和那曲肝素，是国内低分子肝素制剂最齐全的生产企业之一，有望借助万脉舒的销售渠道迅速放量。
- **西地那非仿制药即将获批，市场竞争格局良好，有望成为新的增长点。**公司的西地那非仿制药正在药监局进行审评，预计 17 年初即将上市销售。西地那非主要用于治疗男性勃起功能障碍（ED）。40 岁以上男性中的患者人群超过 1 亿人，市场空间在百亿级别。目前国内只有西地那非的原研药和 2 款仿制药上市。其中白云山的首仿在第一个完整年度实现超过 2 个亿的销售收入，且原研药辉瑞仍保持 10% 以上的增速，可见巨大的市场潜力还有待开拓。公司有望成为国内第三个仿制药企业，从 2017 年开始将给公司带来新的业绩增量。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.20 元、0.29 元、0.40 元，对应 PE 分别为 46 倍、31 倍、23 倍，如考虑肝素粗品增值带来的业绩增量，2017 年备考净利润为 3.2 亿元，对应 PE 为 26 倍。鉴于肝素原料药有望提价增厚业绩且制剂放量在即，给予“买入”评级。
- **风险提示：**产品获批和推广或不及预期；肝素原料药提价或不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	915.99	1122.19	1391.67	1692.85
增长率	12.91%	22.51%	24.01%	21.64%
归属母公司净利润（百万元）	156.30	183.47	274.15	372.42
增长率	16.87%	17.38%	49.43%	35.85%
每股收益 EPS（元）	0.17	0.20	0.29	0.40
净资产收益率 ROE	9.97%	10.57%	13.63%	15.79%
PE	54	46	31	23
PB	5.39	4.86	4.19	3.58

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

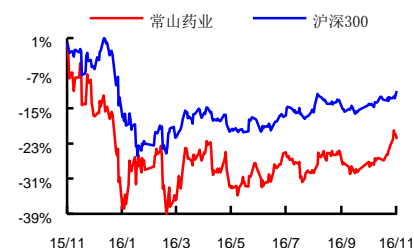
邮箱：zhuguo@swsc.com.cn

联系人：周平

电话：023-67791327

邮箱：zp@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)	9.35
流通 A 股(亿股)	5.98
52 周内股价区间(元)	7.58-20.88
总市值(亿元)	84.61
总资产(亿元)	31.02
每股净资产(元)	2.32

相关研究

关键假设：

假设 1：2016-2018 年期间低分子肝素钙注射液凭借优质优价仍然保持较快增长，招标价格比较稳定预计毛利率维持在 77%；

假设 2：随着肝素原料药价格提升，普通肝素钠原料药和低分子肝素原料药的毛利率均逐步提升。

表 1：公司主营业务收入预测（百万元）

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计						
营业收入	704.5	811.3	916.0	1122.2	1391.7	1692.9
yoy		15%	13%	23%	24%	22%
营业成本	310.1	335.2	304.1	370.3	432.6	500.7
毛利率	56%	59%	67%	67%	69%	70%
低分子肝素钙注射液						
收入	428.1	558.0	707.5	884.3	1087.7	1305.3
yoy	-	30%	27%	25%	23%	20%
成本	84.3	105.2	138.0	203.4	250.2	300.2
毛利率	80%	81%	80%	77%	77%	77%
肝素钠原料药						
收入	250.6	182.9	115.2	120.9	133.0	146.3
yoy		-27%	-37%	5%	10%	10%
成本	205.2	176.6	103.1	102.8	106.4	109.7
毛利率	18%	3%	10%	15%	20%	25%
低分子肝素原料药						
收入	25.1	54.2	54.5	60.0	68.9	79.3
yoy		116%	1%	10%	15%	15%
成本	20.3	43.7	46.8	42.0	44.8	47.6
毛利率	19%	19%	14%	30%	35%	40%
肝素钠注射剂						
收入			12.0	30.0	75.0	135.0
yoy					150%	80%
成本				6.0	15.0	27.0
毛利率				80%	80%	80%
其他						
收入		16.2	27.0	27.0	27.0	27.0
yoy			67%	0%	0%	0%
成本		9.7	16.2	16.2	16.2	16.2
毛利率		40%	40%	40%	40%	40%

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）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	915.99	1122.19	1391.67	1692.85	净利润	156.67	183.96	274.94	373.45
营业成本	304.12	370.34	432.59	500.71	折旧与摊销	31.89	66.96	80.91	92.63
营业税金及附加	5.00	6.14	7.47	9.17	财务费用	29.30	27.85	25.16	24.40
销售费用	299.12	403.99	487.08	575.57	资产减值损失	0.38	0.00	0.00	0.00
管理费用	103.79	106.61	125.25	152.36	经营营运资本变动	-227.53	-298.12	-236.11	-267.35
财务费用	29.30	27.85	25.16	24.40	其他	-28.86	0.49	-0.23	0.12
资产减值损失	0.38	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-38.14	-18.85	144.67	223.25
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-72.85	-150.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-12.79	0.00	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	-85.64	-150.00	-100.00	-100.00
营业利润	174.27	207.26	314.11	430.64	短期借款	70.00	158.75	5.43	-43.14
其他非经营损益	11.90	9.49	10.28	10.28	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	186.17	216.76	324.38	440.93	股权融资	3.48	0.00	17.73	0.00
所得税	29.49	32.79	49.44	67.48	支付股利	-16.02	-14.31	-15.72	-25.59
净利润	156.67	183.96	274.94	373.45	其他	-15.25	-27.85	-25.16	-24.40
少数股东损益	0.38	0.50	0.79	1.02	筹资活动现金流净额	42.22	116.58	-17.72	-93.13
归属母公司股东净利润	156.30	183.47	274.15	372.42	现金流量净额	-81.56	-52.27	26.95	30.12
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	164.48	112.22	139.17	169.29	成长能力				
应收和预付款项	384.80	490.09	582.74	689.20	销售收入增长率	12.91%	22.51%	24.01%	21.64%
存货	885.00	1077.70	1258.87	1457.10	营业利润增长率	18.16%	18.93%	51.55%	37.10%
其他流动资产	0.61	0.75	0.93	1.13	净利润增长率	16.64%	17.42%	49.45%	35.83%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	16.98%	28.29%	39.09%	30.34%
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	565.72	661.19	692.71	712.51	毛利率	66.80%	67.00%	68.92%	70.42%
无形资产和开发支出	135.14	122.71	110.29	97.86	三费率	47.19%	47.98%	45.81%	44.44%
其他非流动资产	192.51	192.51	192.51	192.51	净利率	17.10%	16.39%	19.76%	22.06%
资产总计	2328.27	2657.18	2977.21	3319.59	ROE	9.97%	10.57%	13.63%	15.79%
短期借款	570.00	728.75	734.18	691.03	ROA	6.73%	6.92%	9.23%	11.25%
应付和预收款项	142.40	141.75	178.31	214.77	ROIC	9.91%	9.61%	11.89%	14.21%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.71%	26.92%	30.19%	32.35%
其他负债	44.67	45.83	46.93	48.12	营运能力				
负债合计	757.07	916.33	959.41	953.93	总资产周转率	0.42	0.45	0.49	0.54
股本	471.05	934.97	934.97	934.97	固定资产周转率	2.31	2.52	2.63	2.92
资本公积	446.19	-17.73	0.00	0.00	应收账款周转率	6.00	6.43	6.30	6.29
留存收益	596.31	765.46	1023.88	1370.72	存货周转率	0.42	0.38	0.37	0.37
归属母公司股东权益	1513.54	1682.70	1958.85	2305.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.21%	—	—	—
少数股东权益	57.66	58.15	58.95	59.97	资本结构				
股东权益合计	1571.20	1740.85	2017.80	2365.66	资产负债率	32.52%	34.49%	32.23%	28.74%
负债和股东权益合计	2328.27	2657.18	2977.21	3319.59	带息债务/总负债	75.29%	79.53%	76.52%	72.44%
					流动比率	2.00	1.92	2.15	2.53
					速动比率	0.77	0.69	0.79	0.94
					股利支付率	10.25%	7.80%	5.74%	6.87%
					每股指标				
					每股收益	0.17	0.20	0.29	0.40
					每股净资产	1.68	1.86	2.16	2.53
					每股经营现金	-0.04	-0.02	0.15	0.24
					每股股利	0.02	0.02	0.02	0.03
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	235.46	302.08	420.17	547.68					
PE	54.14	46.12	30.86	22.72					
PB	5.39	4.86	4.19	3.58					
PS	9.24	7.54	6.08	5.00					
EV/EBITDA	19.01	29.41	21.10	16.05					
股息率	0.19%	0.17%	0.19%	0.30%					

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
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@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