



泰嘉延续稳定增长态势，二线品种增长强劲

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年业绩快报, 公告 2016 年实现营收 38.3 亿元, 同比+10.23%; 归母净利润 13.9 亿元, 同比+10.17%, EPS1.33 元。
- **泰嘉延续稳定增长态势, 二线品种增长强劲。** 公司 2016 年实现收入和净利润同比增速分别为 10.23% 和 10.17%。从单季度看, 第四季度公司实现收入和净利润分别为 10 亿元和 2.5 亿元, 同比增速分别为 10.4% 和 4.3%。分产品线看, 我们预计拳头产品氯吡格雷 (泰嘉) 实现收入 26 亿元左右, 同比增速 15% 左右。二线产品如贝那普利和比伐卢定收入预计 1.2 亿-1.4 亿, 同比均实现快速增长。原料药条线预计实现近 7 亿元收入, 在去年的高基数上同比有一定程度下滑。整体看公司拳头品种稳定增长, 二线产品正持续发力。我们认为在仿制药一致性评价和医保目录调整等政策催化下, 公司基本面积积极向上。
- **心血管专科平台型企业, 积极受益一致性评价、新版医保目录调整和生物药战略布局。** 公司借助首仿氯吡格雷, 已发展成为国内少有拥有直销队伍成功推广高端仿制药大品种的企业, 氯吡格雷的推广锻炼了其强大的销售队伍, 奠定了公司在心血管介入领域的平台型企业地位, 系列产品有望实现放量: 1) 泰嘉, 已通过欧盟认证, 一致性评价正有序推进, 通过后有望继续蚕食赛诺菲的市场份额, 维持 15% 以上增速; 2) 二线阿利沙坦酯和比伐卢定, 有望纳入新版国家医保目录, 均具有成为 10-20 亿元大品种潜质; 3) 生物药布局: 公司收购的成都金凯和苏州金盟拥有成熟创新生物药平台, 7 个重磅生物药在研, 其中已有三个正处于 II-III 期临床试验阶段, 为公司添长期发展动力。我们认为公司良好的产品梯队结合强大心血管专科平台, 公司中长期成长动力十足。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑新版医保目录调整和一致性评价对公司的影响, 我们保守预计 2017-2018 年 EPS 分别为 1.55 元和 1.79 元, 未来两年将保持 14% 的复合增长率。公司业绩增长稳定, 拳头产品受益一致性评价工作推进, 二线产品或收益新版国家医保目录调整, 后续生物药在研产品丰富, 长期发展动力十足, 考虑到公司历史静态估值区间为 20-26 倍, 当前股价对应 2017 年估值 19 倍, 为历史水平下限, 我们首次覆盖给予 “买入” 评级。
- **风险提示:** 泰嘉单品收入和净利润贡献占比过大, 二线产品仍处于发力期导致公司单一产品风险; 阿利沙坦酯和比伐卢定纳入国家医保或各省医保增补或低于预期的风险; 新产品研发进度或低于预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	3477.69	3835.09	4341.59	4920.61
增长率	20.64%	10.28%	13.21%	13.34%
归属母公司净利润 (百万元)	1265.92	1414.21	1621.14	1867.34
增长率	21.45%	11.71%	14.63%	15.19%
每股收益 EPS (元)	1.21	1.35	1.55	1.79
净资产收益率 ROE	27.04%	25.53%	24.78%	24.25%
PE	24	21	19	16
PB	6.45	5.45	4.62	3.92

数据来源: Wind, 西南证券

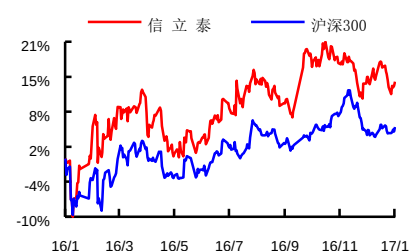
西南证券研究发展中心

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)	10.46
流通 A 股(亿股)	4.90
52 周内股价区间(元)	23.28-30.79
总市值(亿元)	302.80
总资产(亿元)	61.94
每股净资产(元)	4.78

相关研究

关键假设：

假设 1：公司以泰嘉为代表的制剂业务在新一轮招标中价格坚挺，销量 2017-2018 年预计维持在 15% 左右增速，毛利率维持在 85%；

假设 2：原料药价格稳定，销量 2017-2018 年预计维持 5% 左右增速，毛利率维持在 30%；

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：百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计：营业收入	2,327.48	2,882.64	3,477.69	3,835.09	4,341.59	4,920.61
yoy	27.26%	23.85%	20.64%	10.28%	13.21%	13.34%
合计：营业成本	564.62	764.85	912.29	932.88	1,026.73	1,132.36
毛利率	75.74%	73.47%	73.77%	75.68%	76.35%	76.99%
制剂						
收入	1980.76	2368.11	2736.85	3,147.38	3,619.48	4,162.41
yoy	35.0%	19.6%	15.6%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	341.64	427.44	415.09	472.11	542.92	624.36
毛利率	82.75%	81.95%	84.83%	85.00%	85.00%	85.00%
原料						
收入	346.22	514.32	739.48	687.72	722.10	758.21
yoy	-1.6%	48.6%	43.8%	-7.00%	5.00%	5.00%
成本	222.53	337.37	497.2	460.77	483.81	508.00
毛利率	35.73%	34.40%	32.76%	33.00%	33.00%	33.00%

数据来源：wind、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	3477.69	3835.09	4341.59	4920.61	净利润	1269.67	1418.40	1625.95	1872.88
营业成本	912.29	932.88	1026.73	1132.36	折旧与摊销	82.50	215.41	215.41	215.41
营业税金及附加	50.68	56.66	63.88	72.39	财务费用	-13.47	-2.90	-6.44	-10.56
销售费用	775.14	901.25	1020.27	1156.34	资产减值损失	6.96	7.00	8.00	9.00
管理费用	280.80	289.81	335.57	377.50	经营营运资本变动	-379.58	-216.48	-189.38	-209.76
财务费用	-13.47	-2.90	-6.44	-10.56	其他	89.94	-6.84	-8.08	-8.99
资产减值损失	6.96	7.00	8.00	9.00	经营活动现金流净额	1056.03	1414.60	1645.45	1867.98
投资收益	13.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	-904.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	458.17	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	-445.88	0.00	0.00	0.00
营业利润	1478.48	1650.40	1893.58	2183.59	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.01	11.34	11.70	11.80	长期借款	60.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1491.49	1661.74	1905.28	2195.39	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	221.81	243.34	279.33	322.51	支付股利	-457.63	-555.82	-620.92	-711.78
净利润	1269.67	1418.40	1625.95	1872.88	其他	-60.88	0.84	6.44	10.56
少数股东损益	3.75	4.19	4.81	5.54	筹资活动现金流净额	-458.51	-555.00	-605.76	-691.06
归属母公司股东净利润	1265.92	1414.21	1621.14	1867.34	现金流量净额	154.34	844.68	1019.20	1153.88
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	1005.43	1865.05	2896.03	4062.79	成长能力				
应收和预付款项	1457.87	1715.38	1919.93	2163.87	销售收入增长率	20.64%	10.28%	13.21%	13.34%
存货	340.54	348.07	383.18	422.60	营业利润增长率	22.47%	11.63%	14.73%	15.32%
其他流动资产	45.09	49.72	56.29	63.79	净利润增长率	21.69%	11.71%	14.63%	15.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.19%	20.38%	12.86%	13.60%
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	1036.92	923.39	809.85	696.31	毛利率	73.77%	75.68%	76.35%	76.99%
无形资产和开发支出	1287.84	1190.10	1092.36	994.61	三费率	29.98%	30.98%	31.08%	30.96%
其他非流动资产	213.19	209.05	204.92	200.79	净利率	36.51%	36.98%	37.45%	38.06%
资产总计	5386.88	6300.76	7362.55	8604.77	ROE	27.04%	25.53%	24.78%	24.25%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	23.57%	22.51%	22.08%	21.77%
应付和预收款项	390.75	439.39	474.74	531.75	ROIC	35.61%	35.63%	40.45%	46.07%
长期借款	60.00	60.00	60.00	60.00	EBITDA/销售收入	44.50%	48.58%	48.43%	48.54%
其他负债	240.50	245.20	266.63	290.74	营运能力				
负债合计	691.25	744.60	801.37	882.49	总资产周转率	0.70	0.66	0.64	0.62
股本	1046.02	1046.02	1046.02	1046.02	固定资产周转率	3.88	4.34	5.63	7.49
资本公积	181.94	181.94	181.94	181.94	应收账款周转率	4.19	4.18	4.05	4.11
留存收益	3359.50	4217.90	5218.11	6373.67	存货周转率	3.71	2.71	2.81	2.81
归属母公司股东权益	4589.51	5445.85	6446.06	7601.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.08%	—	—	—
少数股东权益	106.12	110.31	115.12	120.65	资本结构				
股东权益合计	4695.63	5556.16	6561.18	7722.28	资产负债率	12.83%	11.82%	10.88%	10.26%
负债和股东权益合计	5386.88	6300.76	7362.55	8604.77	带息债务/总负债	8.68%	8.06%	7.49%	6.80%
					流动比率	4.76	6.10	7.41	8.50
					速动比率	4.19	5.56	6.87	7.96
					股利支付率	36.15%	39.30%	38.30%	38.12%
					每股指标				
					每股收益	1.21	1.35	1.55	1.79
					每股净资产	4.49	5.31	6.27	7.38
					每股经营现金	1.01	1.35	1.57	1.79
					每股股利	0.44	0.53	0.59	0.68
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1547.51	1862.91	2102.54	2388.44					
PE	23.92	21.41	18.68	16.22					
PB	6.45	5.45	4.62	3.92					
PS	8.71	7.90	6.97	6.15					
EV/EBITDA	18.85	15.19	12.97	10.93					
股息率	1.51%	1.84%	2.05%	2.35%					

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	021-68416922	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
	任晓	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	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
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn