

肝素原料药价格回升，西地那非仿制药值得期待

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年一季报, 实现营业收入 2.6 亿 (+11%)、归母净利润 4299 万元 (+49%)、扣非后归母净利润 4216 万元 (+53%)。
- **肝素原料药触底反弹, 推动业绩高增长。** 一季度收入实现稳健增长, 利润增速远超收入增速, 估计主要原因在于肝素原料药价格提升给公司带来了明显的业绩弹性。2016 年公司的普通肝素原料药和低分子肝素原料药均有明显增长, 增速分别达到 25% 和 38%, 与 2015 年相比增速明显提升, 且毛利率也出现回升。本轮肝素原料药行情的主要推动因素是下游制剂企业的补库存需求和上游原材料涨价, 最终导致肝素原料药实现量价齐升。从全国出口数据来看, 2016 肝素原料药量价齐升, 出口量增加 14%; 虽然 2016 年的肝素平均售价仍然低于 2015 年, 但与 2016 年最低价相比提升了 14%, 且 2017 年 1-2 月份的出口数据显示肝素原料药的出口量和出口单价仍在持续提升。我们预计随着肝素原料药价格进入上升通道, 公司毛利润和净利润均有望提升, 从而增厚公司业绩。从盈利能力来看, 一季度期间费率下降 5.17pp 至 43.88%, 销售费率、管理费率 and 财务费率均有明显下降, 内部经营管理效率提升。毛利率提升 0.8pp 至 65.12%, 净利率也因此提升 4.58pp 至 17.45%, 达到过去 3 年的高峰水平。
- **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, 正在准备药品生产 GMP 认证工作, 预计 17 年有望获批上市。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, 给公司带来新的业绩增量。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.25 元、0.31 元、0.37 元, 对应 PE 分别为 31 倍、25 倍、21 倍, 考虑到肝素原料药价格提升将给公司带来明显的业绩弹性, 维持“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。

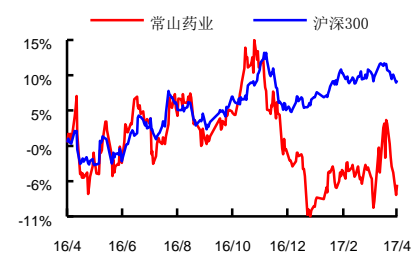
| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 1118.41 | 1393.81 | 1697.04 | 1993.80 |
| 增长率 | 22.10% | 24.62% | 21.76% | 17.49% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 175.49 | 233.69 | 291.81 | 350.16 |
| 增长率 | 12.28% | 33.16% | 24.87% | 19.99% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.19 | 0.25 | 0.31 | 0.37 |
| 净资产收益率 ROE | 7.79% | 9.35% | 10.58% | 11.41% |
| PE | 41 | 31 | 25 | 21 |
| PB | 3.14 | 2.85 | 2.58 | 2.32 |

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: 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) | 7.32-9.37 |
| 总市值(亿元) | 71.90 |
| 总资产(亿元) | 32.05 |
| 每股净资产(元) | 2.43 |

相关研究

1. 常山药业 (300255): 肝素原料药价格触底反弹, 制剂有望陆续放量 (2016-11-14)

关键假设：

假设 1：低分子肝素钙制剂预计 2017-2019 年的销量增速分别为 20%、15%、10%；

假设 2：随着肝素原料药价格提升，肝素钠原料药和低分子肝素原料药的毛利率均会提升，预计 2017-2019 年肝素钠原料药的毛利率分别为 30%、35%、35%，低分子肝素原料药的毛利率分别为 35%、40%、40%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 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 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 合计 | 收入 | 1118.4 | 1393.8 | 1697.0 | 1993.8 |
| | 增速 | 22% | 25% | 22% | 17% |
| | 毛利率 | 65% | 66% | 66% | 66% |
| 低分子肝素钙注射液 | 收入 | 839.8 | 1007.7 | 1158.9 | 1274.8 |
| | 增速 | 19% | 20% | 15% | 10% |
| | 毛利率 | 77% | 77% | 77% | 77% |
| 肝素钠原料药 | 收入 | 144.3 | 173.2 | 207.8 | 249.4 |
| | 增速 | 25% | 20% | 20% | 20% |
| | 毛利率 | 25% | 30% | 35% | 35% |
| 低分子肝素原料药 | 收入 | 75.4 | 82.9 | 95.3 | 109.6 |
| | 增速 | 38% | 10% | 15% | 15% |
| | 毛利率 | 30% | 35% | 40% | 40% |
| 其他 | 收入 | 59.0 | 100.0 | 160.0 | 225.0 |
| | 增速 | 52% | 70% | 60% | 41% |
| | 毛利率 | 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） | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 现金流量表（百万元） | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 1118.41 | 1393.81 | 1697.04 | 1993.80 | 净利润 | 178.32 | 235.92 | 294.88 | 354.05 |
| 营业成本 | 394.90 | 472.90 | 569.83 | 683.09 | 折旧与摊销 | 36.92 | 90.97 | 101.62 | 111.69 |
| 营业税金及附加 | 13.07 | 11.82 | 15.35 | 18.54 | 财务费用 | 28.19 | 29.65 | 30.65 | 32.05 |
| 销售费用 | 367.85 | 459.96 | 560.02 | 638.01 | 资产减值损失 | 0.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 116.41 | 153.32 | 186.67 | 219.32 | 经营营运资本变动 | -0.25 | -281.78 | -260.29 | -340.04 |
| 财务费用 | 28.19 | 29.65 | 30.65 | 32.05 | 其他 | -71.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产减值损失 | 0.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 171.96 | 74.76 | 166.86 | 157.75 |
| 投资收益 | 1.41 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -110.78 | -150.00 | -100.00 | -100.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -318.29 | 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 | -429.07 | -150.00 | -100.00 | -100.00 |
| 营业利润 | 198.87 | 266.17 | 334.51 | 402.79 | 短期借款 | -29.38 | -40.62 | -100.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 5.31 | 8.18 | 7.84 | 7.53 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 204.17 | 274.35 | 342.36 | 410.32 | 股权融资 | 584.62 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 25.86 | 38.43 | 47.47 | 56.27 | 支付股利 | -24.97 | -21.02 | -31.10 | -38.84 |
| 净利润 | 178.32 | 235.92 | 294.88 | 354.05 | 其他 | 67.92 | -9.81 | -30.65 | -32.05 |
| 少数股东损益 | 2.83 | 2.23 | 3.07 | 3.90 | 筹资活动现金流净额 | 598.19 | -71.45 | -161.75 | -70.89 |
| 归属母公司股东净利润 | 175.49 | 233.69 | 291.81 | 350.16 | 现金流量净额 | 341.63 | -146.68 | -94.89 | -13.14 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表（百万元） | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 财务分析指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 786.60 | 639.92 | 545.03 | 531.89 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 322.43 | 462.12 | 532.82 | 640.64 | 销售收入增长率 | 22.10% | 24.62% | 21.76% | 17.49% |
| 存货 | 993.21 | 1189.36 | 1433.16 | 1718.00 | 营业利润增长率 | 14.11% | 33.84% | 25.68% | 20.41% |
| 其他流动资产 | 3.05 | 3.81 | 4.63 | 5.44 | 净利润增长率 | 13.81% | 32.30% | 25.00% | 20.06% |
| 长期股权投资 | 5.09 | 5.09 | 5.09 | 5.09 | EBITDA 增长率 | 12.11% | 46.52% | 20.68% | 17.09% |
| 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 | 662.45 | 739.82 | 756.55 | 763.21 | 毛利率 | 64.69% | 66.07% | 66.42% | 65.74% |
| 无形资产和开发支出 | 202.66 | 184.32 | 165.97 | 147.62 | 三费率 | 45.82% | 46.13% | 45.81% | 44.61% |
| 其他非流动资产 | 156.49 | 156.49 | 156.49 | 156.49 | 净利率 | 15.94% | 16.93% | 17.38% | 17.76% |
| 资产总计 | 3131.97 | 3380.91 | 3599.73 | 3968.38 | ROE | 7.79% | 9.35% | 10.58% | 11.41% |
| 短期借款 | 540.62 | 500.00 | 400.00 | 400.00 | ROA | 5.69% | 6.98% | 8.19% | 8.92% |
| 应付和预收款项 | 147.25 | 192.49 | 235.62 | 275.15 | ROIC | 10.25% | 11.68% | 12.55% | 13.26% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 23.60% | 27.75% | 27.51% | 27.41% |
| 其他负债 | 154.72 | 164.30 | 176.21 | 190.12 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 842.59 | 856.79 | 811.83 | 865.27 | 总资产周转率 | 0.41 | 0.43 | 0.49 | 0.53 |
| 股本 | 934.97 | 934.97 | 934.97 | 934.97 | 固定资产周转率 | 2.30 | 2.32 | 2.67 | 3.05 |
| 资本公积 | 566.88 | 566.88 | 566.88 | 566.88 | 应收账款周转率 | 6.98 | 7.04 | 6.83 | 6.79 |
| 留存收益 | 746.83 | 959.49 | 1220.20 | 1531.52 | 存货周转率 | 0.42 | 0.43 | 0.43 | 0.43 |
| 归属母公司股东权益 | 2228.83 | 2461.34 | 2722.05 | 3033.37 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 112.62% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 60.55 | 62.78 | 65.85 | 69.74 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2289.38 | 2524.12 | 2787.90 | 3103.11 | 资产负债率 | 26.90% | 25.34% | 22.55% | 21.80% |
| 负债和股东权益合计 | 3131.97 | 3380.91 | 3599.73 | 3968.38 | 带息债务/总负债 | 64.16% | 58.36% | 49.27% | 46.23% |
| | | | | | 流动比率 | 2.86 | 3.06 | 3.57 | 3.82 |
| | | | | | 速动比率 | 1.51 | 1.47 | 1.53 | 1.55 |
| | | | | | 股利支付率 | 14.23% | 9.00% | 10.66% | 11.09% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.19 | 0.25 | 0.31 | 0.37 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.45 | 2.70 | 2.98 | 3.32 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.18 | 0.08 | 0.18 | 0.17 |
| | | | | | 每股股利 | 0.03 | 0.02 | 0.03 | 0.04 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | |
| EBITDA | 263.98 | 386.79 | 466.78 | 546.53 | | | | | |
| PE | 40.97 | 30.77 | 24.64 | 20.53 | | | | | |
| PB | 3.14 | 2.85 | 2.58 | 2.32 | | | | | |
| PS | 6.43 | 5.16 | 4.24 | 3.61 | | | | | |
| EV/EBITDA | 25.71 | 17.82 | 14.76 | 12.63 | | | | | |
| 股息率 | 0.35% | 0.29% | 0.43% | 0.54% | | | | | |

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 |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@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 |
| | 任骁 | 机构销售 | 010-57758566 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫 | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |