

方正证券研究所证券研究报告

医药行业首席分析师：崔文亮

执业证书编号：S1220514080006

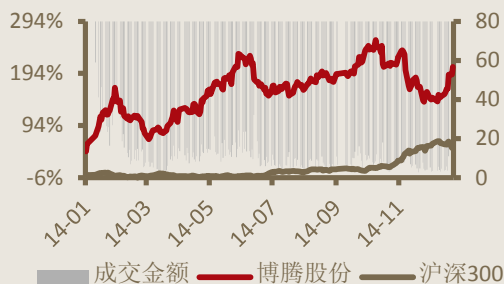
E-mail: cuiwenliang@foundersc.com

联系人：蒋一樊

TEL: 010-68584869

Email: jiangyifan0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入	734.36	851.86	1192.60	1610.01
(+/-)	6.45%	16.00%	40.00%	35.00%
净利润	100.20	121.71	179.79	253.65
(+/-)	24.82%	21.46%	47.72%	41.08%
EPS(元)	0.92	1.12	1.65	2.33
P/E	0.00	68.69	46.50	32.96

相关研究

专注创新药中间体定制，持续高增长无忧

博腾股份深度调研报告暨 2014 年一季报评-专注创新药中间体定制，预计未来三年净利润复合增速不低于 35%

博腾股份跟踪报告-强生两大重磅新药取得突破，有望拉动公司中间体收入超预期

全年业绩增长将符合预期，创新药 CMO 业务持续获得突破

2014 年业绩前低后高，创新药 CMO 业务持续获得突破

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

博腾股份(300363)

公司事件点评报告
2015.01.27 强烈推荐

化学制药行业

投资要点

- 公司发布 2014 年业绩预告，公司 2014 年实现净利润 1.2~1.3 亿元，同比增长 19%~30%，对应 EPS1.09~1.20 元，增长中枢超出此前公司定期报告中给出的 10~30%的业绩增长区间，更超出市场预期。由于公司前三季度净利润仅 6677 万元，同比下降 31%，市场普遍担心公司全年净利润增长，甚至担心全年净利润会下滑，但在多次报告中强调，这是由于公司 2013 年 1 季度业绩基数高、及公司 CMO 定制业务具有季度间波动性，我们始终维持对公司 2014 年的业绩预测为净利润增长 22%，对应 EPS 1.12 元，我们预计，公司最终 2014 年净利润有望增长 25%左右，略超出我们预期。
- 单季度看，公司 4 季度单季度实现净利润 5200~6300 万元，接近公司前三季度净利润之和，一方面来自公司订单收入确认的季节性因素，更重要的是，2014 年 10 月份，公司 110 车间投产，产能在原有基础上增加 300 立方，实现翻倍，快速释放了部分产能。此前公司由于受产能因素制约，一直优先供应战略合作伙伴强生，而随着产能的释放，我们预计 2015 年，公司与吉利德的合作关系将在收入层面进一步体现为战略合作关系，公司不仅有望成为吉利德抗丙肝药物索非布韦中间体的第一供应商，更有望获得吉利德其他多个处于从临床到申报阶段的创新药中间体。同时，公司还继续开拓 GSK、诺华、罗氏、辉瑞等一系列大客户，随着未来 109 车间、108 原料药车间、及上虞新诺华基地等多个新增产能的陆续释放，公司有望持续保持高速增长态势。
- 我们按照 2014 年 Q4 净利润 5700 万元来测算，按照简单年化，2015 年全年净利润将达到 2.3 亿元，同比 2014 年增长 84%，虽然公司收入具有较大季节性波动，简单年化未必完全合理，但是按照这种方式及公司新产能增速推算，公司 2015 年业绩增速完全有望超过 60%，超出我们此前对公司 2015 年净利润增速 48%的判断。
- 公司同时公告，因筹划发行股份购买资产事项继续停牌，我们预计，按照公司长期发展战略，公司本次收购的资产将仍旧紧密围绕创新药 CMO 定制领域。
- 我们再次重申看好博腾股份专注于创新药中间体定制行业，未来发展空间巨大。我们推荐逻辑和有别于市场的认识在于：1、公司借助国际巨头强大研发优势，成功分享创新药从临床阶段到上市后销售带来的爆发式增长，可以享受更高的估值水平。2、公司完全区别于普通中间体定制生产企业，同时具备“单一中间体随服务创新药增长而增

长”和“中间体品种不断丰富”两种增长路径。3、强生在研产品线丰富，新获批 Invokana、OLYSIO 及后续多个品种将推动与公司的合作关系在当前战略合作伙伴的良好基础上不断深化；2015 年随着新产能的释放，公司不仅有望成为吉利德康丙肝药物 Sovaldi（索菲布韦）中间体第一供应商，还有望获得吉利德其他在研及申报多个品种中间体订单，公司从 2015 年开始将进入高速增长阶段。

- 公司所处创新药 CMO 行业空间巨大。全球创新药 CMO 行业产值已达 160 亿美元，美国 Catalent2011 年收入 16.3 亿美元，公司 2013 年来自 CMO 的收入仅 6.3 亿元，按照每个创新药达到峰值销售额对公司的平均 CMO 收入贡献为 3~5 亿元，则公司同时服务于 10 个创新药时达到的峰值收入就是 30~50 亿元，相比 6.3 亿元的定制生产收入，增长空间巨大。我们暂时维持预计，公司 2014-2016 年净利润分别同比增长 22%、48%和 41%元，实现 EPS 分别为 1.12 元、1.65 元和 2.33 元，当前股价对应 2015 年 PE46 倍，估值合理，但考虑到公司 2015 年开始即将迎来持续高速增长，同时公司所处创新药中间体 CMO 行业空间巨大，维持公司“强烈推荐”评级。
- 风险提示：销售低于预期。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	438.76	470.88	748.12	908.45	经营活动现金流	114.05	118.59	289.56	171.18
现金	88.83	154.12	199.44	251.76	净利润	100.78	122.01	180.36	254.13
应收账款	88.77	119.46	171.18	217.16	折旧摊销	17.75	33.34	40.88	57.38
其它应收款	7.48	12.11	16.25	21.20	财务费用	12.87	12.19	16.68	21.57
预付账款	64.99	16.79	111.93	69.75	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	188.47	167.13	246.95	346.55	营运资金变动	-20.39	-50.63	52.37	-161.82
其他	0.23	1.27	2.38	2.04	其它	3.05	1.68	-0.73	-0.08
非流动资产	509.33	538.49	694.11	887.11	投资活动现金流	-184.04	-64.19	-195.77	-250.31
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	156.76	30.85	154.89	192.92
固定资产	239.06	292.26	410.51	548.69	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	29.22	34.05	47.88	64.68	其他	-27.27	-33.34	-40.88	-57.38
其他	10.29	8.60	9.33	9.41	筹资活动现金流	17.84	-107.23	-0.33	-11.47
资产总计	948.09	1009.38	1442.23	1795.57	短期借款	12.94	-11.43	3.31	1.60
流动负债	486.62	437.18	681.47	777.29	长期借款	-44.95	-2.28	11.59	7.90
短期借款	112.35	219.04	174.21	318.74	其他	49.84	-93.51	-15.24	-20.97
应付账款	145.70	152.87	259.90	305.26	现金净增加额	-52.15	-52.83	93.46	-90.60
其他	228.57	65.28	247.36	153.29					
非流动负债	33.05	30.76	42.36	50.25	主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
长期借款	33.05	30.76	42.36	50.25	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	6.45%	16.00%	40.00%	35.00%
负债合计	519.67	467.94	723.83	827.54	营业利润	16.07%	25.02%	46.71%	41.00%
少数股东权益	-0.10	0.20	0.77	1.25	归属母公司净利润	24.82%	21.46%	47.72%	41.08%
归属母公司股东权益	428.53	541.23	717.64	966.77	获利能力				
负债和股东权益	948.09	1009.38	1442.23	1795.57	毛利率	39.03%	40.00%	40.25%	41.00%
					净利率	13.72%	14.32%	15.12%	15.78%
					ROE	26.50%	25.10%	28.54%	30.08%
					ROIC	16.22%	16.05%	19.76%	19.39%
					偿债能力				
					资产负债率	54.81%	46.36%	50.19%	46.09%
					净负债比率	52.61%	47.56%	31.89%	39.94%
					流动比率	0.90	1.08	1.10	1.17
					速动比率	0.51	0.69	0.74	0.72
					营运能力				
					总资产周转率	0.84	0.87	0.97	0.99
					应收账款周转率	0.12	0.14	0.14	0.13
					应付账款周转率	3.21	3.42	3.45	3.36
					每股指标(元)				
					每股收益	0.92	1.12	1.65	2.33
					每股经营现金	1.05	1.09	2.66	1.57
					每股净资产	3.93	4.97	6.59	8.88
					估值比率				
					P/E	0.00	68.69	46.50	32.96
					P/B	0.00	15.45	11.65	8.65
					EV/EBITDA	0.94	44.36	31.49	22.83

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com