

可转债影响有限，关注基本面向好预期

海外公司研究简报

◆**公司建议发行 2021 年到期可转债替换部分短债：**公司建议发行 1.3 亿美元可转换债券，初步换股价 5.35 港元，但仍有浮动可能，较今日收盘价溢价 29%。全部兑换新股份后，相当于扩大后股本的 10.38%。发债原因是因为公司的较高融资成本的短债到期，此次可转债可为公司提供较低的融资成本资金，同时还可用作研究和开发等一般公司用途。

◆**石家庄停产事件利好原料药龙头企业：**石家庄市政府决定对市工业企业，特别是制药、水泥、铸造、钢铁、煤电、焦化和锅炉等重点行业实施严格调控措施。调度令要求全市所有制药企业全部停产，未经市政府批准不得复工生产。预计石家庄化学合成原料药企业会受到较大影响，受影响较大的是原料药企业，6APA 和青霉素的生产都会受到一定影响。预计停产有望短期内影响相关原料药等供给格局，不排除相关产品短期内仍有上涨的可能，但仍需关注对后续政策变化及产能格局的具体变化情况。

◆**6APA 价格开始触底提升：**从 10 月份开始，6APA 价格开始触底回升，价格上涨至 145 元/kg，上涨 7.4%。公司是全球抗生素龙头企业，16 年上半年为进一步降低生产成本和企业环评设备，做了副产品回收系统的扩建升级，9 月中旬之后产量已经逐步恢复。今年一致性评价政策对原料药的采购造成了一定影响，但目前渠道上库存水平处于较低水平，公司在钾盐等多元化产品上进行了下游的延伸，整体受政策影响相对较小。

◆**维持买入评级，目标价 4.63 港元：**我们认为此次可转债是公司内部债务调整的正常情况，对整体经营影响有限。随着胰岛素业务的快速增长及抗生素业务的改善，预计公司 16-18 年的 EPS 分别为 10.93/27.87/33.26 港元，考虑到公司在胰岛素业务的发展前景、重磅产品甘精胰岛素即将获批以及深港通开通等因素，维持买入评级，目标价 4.63 元，相当于 2017 年 17 倍 PE。

◆**催化剂：**新产品获批，二代产品推广顺利。

◆**风险提示：**原料药价格波动，招标价格压力，审批政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（千元）	8,029,835	7,694,563	7,329,080	7,635,984	8,023,707
营业收入增长率	5.0%	-4.2%	-4.7%	4.2%	5.1%
净利润（千元）	681,076	110,358	177,754	453,410	541,174
EPS（港仙）	41.86	6.78	10.93	27.87	33.26
净利润增长率	1317.8%	-83.8%	61.1%	155.1%	19.4%
P/E	9.9	61.0	37.9	14.9	12.4
P/B	0.97	1.00	0.99	0.89	0.84

资料来源：公司资料，光大证券研究所

买入（维持）

当前价/目标价：4.14/4.63 港元

目标期限：6 个月

分析师

李君周(执业证书编号：S0930515080003)

0755-23945523

lijz@ebsecn.com

市场数据

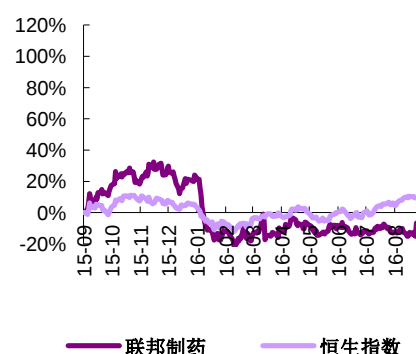
总股本(亿股)：16.27

总市值(亿港元)：67.35

一年最低/最高(港元)：2.7/4.78

近 3 月换手率：17.7%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.1	17.9	4.2
绝对	4.7	6.4	2.9

相关研报

底部确立，布局 5 年前的“东宝”+“甘李”

.....2016-09-02

利润表(千元人民币)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	8,029,835	7,694,563	7,329,080	7,635,984	8,023,707
毛利	3,228,391	2,961,185	2,740,388	2,986,024	3,296,672
其他收入及亏损	509,151	174,451	87,226	43,613	21,806
销售费用	-1,252,067	-1,289,856	-1,245,944	-1,374,477	-1,604,741
行政开支	-719,065	-733,683	-718,250	-748,326	-802,371
其他开支	-291,839	-203,474	-20,347	-2,035	-203
经营利润	1,474,571	908,623	843,072	904,798	911,163
融资成本	-371,961	-349,508	-332,033	-315,431	-299,659
税前利润	663,546	235,422	402,869	566,762	676,468
所得税	17,530	-125,064	-225,115	-113,352	-135,294
税后利润	681,076	110,358	177,754	453,410	541,174
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于所有者的净利润	681,074	110,355	177,750	453,405	541,168
折旧与摊销	707,437	813,830	800,658	786,666	769,502
EBITDA	2,182,008	1,722,453	1,643,730	1,691,465	1,680,665
每股收益 (港仙)	41.86	6.78	10.93	27.87	33.26
资产负债表 (千)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,003,079	1,114,537	1,092,133	1,763,179	2,214,057
应收帐款	2,981,580	2,195,214	2,217,166	2,239,338	2,261,731
存货	1,417,886	1,415,109	1,429,260	1,443,553	1,457,988
已抵押银行存款	1,214,683	970,316	980,019	989,819	999,718
总流动资产	6,623,762	5,760,687	5,724,479	6,441,671	6,939,161
固定资产	9,616,785	9,263,771	9,121,222	8,930,222	8,700,632
无形资产	54,517	95,994	142,650	192,376	245,586
商誉	3,777	3,605	3,713	3,825	3,939
非流动资产	12,294,424	11,647,237	11,595,599	11,500,719	11,372,345
总资产	18,918,186	17,407,924	17,320,079	17,942,389	18,311,506
短期负债	4,557,651	4,109,911	4,192,109	4,275,951	4,361,470
应付帐款	3,570,047	3,294,663	3,327,610	3,360,886	3,394,495
其他流动负债	786,440	1,053,438	938,294	821,177	702,050
总流动负债	8,914,138	8,458,012	8,458,013	8,458,014	8,458,015
长期借款	1,335,013	912,697	821,427	739,285	665,356
递延税项	768,120	713,035	705,905	698,846	691,857
负债总额	11,949,069	10,689,291	10,539,166	10,403,323	10,280,342
股本	16,269	16,269	16,269	16,269	16,269
股东权益	6,969,117	6,718,633	6,780,913	7,539,067	8,031,163
现金流量表 (千)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
除税前溢利	663,546	235,422	402,869	566,762	676,468
无形资产摊销	5,112	3,687	7,508	10,125	12,926
物业、厂房及设备折旧	702,325	810,143	793,150	776,541	756,577
营运现金流	2,002,228	1,975,165	1,558,312	1,681,962	1,767,974
购买物业厂房设备	-691,716	-722,890	-650,601	-585,541	-526,987
其他投资活动	-459,490	347,692	235,724	220,985	206,156
投资活动现金流	-1,151,206	-375,198	-414,877	-364,556	-320,831
已付股息	-472,210	-365,431	-365,431	-365,431	-365,431
银行借贷所得款	5,566,424	4,001,695	3,961,678	3,922,061	3,882,841
偿还借贷	-5,975,864	-4,734,692	-4,261,223	-3,835,101	-3,451,590
融资活动现金流	-745,245	-1,278,035	-784,405	-399,094	-56,011
现金变化	-64,222	156,318	133,914	804,960	1,255,838
汇兑调整	-13,412	-44,860	-44,860	-44,860	-44,860
期初持有现金	1,080,713	1,003,079	1,003,079	1,003,079	1,003,079
期末持有现金	1,003,079	1,114,537	1,092,133	1,763,179	2,214,057

资料来源：公司资料，光大证券研究所

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebsecn.com
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	吕程	021-22169152	18616981623	lvch@ebsecn.com
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
北京	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	杜婧瑶	010-58452038	13910115588	dujy@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13606938932	moujy@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169491	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com