

原料药及胰岛素业务迎来快速发展期

海外公司研究简报

◆**6-APA 及阿莫西林价格维持在高位：**截止至2018年1月8日，6APA、阿莫西林最新报价分别为230、195元/kg（含税），相比17年同期分别上涨31%和37%。17年公司6APA开工率维持在85%以上，供货较为紧张；原料药方面，公司利用闲置车间改造生产线，计划自己生产阿莫西林原料产品苯海因，有望解决原材料供货紧张问题。考虑到公司从四季度才开始执行较高的成交价，预计涨价因素带来的利润将在18年上半年开始得到集中体现。

◆**环评要求再度升级，中间体原料药供需稳定：**由于内蒙古2018年1月1日开始执行强制性零排放，预计环保的力度会进一步加强，环评力度加强导致竞争对手产能恢复时间仍存在较大的不确定性。目前国内抗生素原料药供需格局较为稳定，我们预计公司中间体及原料药价格在18年一季度消费旺季有望保持在较高价格水平。

◆**胰岛素业务发展稳健，仍是公司未来核心驱动因素：**公司二代胰岛素销售稳健，预计17年全年有望实现1300万支的纯销，市场库存进一步得到清理。三代胰岛素17年仍以市场招标、学术推广为主，目前已经在重庆、福建、河南、河北、黑龙江、山西、广东等七个省份中标，预计17年实现2000万左右的销售额，18-19年有望复制二代胰岛素的高速增长期。

◆**其他制剂业务发展稳健：**现有品种盐酸美金刚学术推广工作仍在稳步推进，全年有望实现较快增长。公司的阿莫西林等品种一致性评价进展顺利。他唑仙等产品一直是满产状态，目前新车间已经建好，包括培南类产品将维持稳健增长。

◆**储备品种值得期待：**公司门冬胰岛素已于17年11月底完成报产，门冬胰岛素为速效胰岛素类似物，起效迅速、安全性高，可更好控制餐后血糖水平，该产品有望18年底至19年上半年获批生产。公司的地特、德谷胰岛素、利拉鲁肽等产品研发进度靠前，在糖尿病领域储备品种值得期待。

◆**维持买入评级，上调目标价至9港元：**由于17年低价长单价格执行时间较长，我们下调公司17-19年的EPS分别为0.17/0.39/0.49港元。考虑到目前港股医药板块平均估值水平为对应18年23倍，我们上调公司目标价至9港元，相当于2018年23倍PE。

◆**风险提示：**招标降价压力，原料药价格波动，新产品推广不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（千港元）	7,694,563	7,062,571	7,560,611	8,043,874	8,468,282
营业收入增长率	-4.2%	-8.2%	7.1%	6.4%	5.3%
净利润（千港元）	110,358	-311,294	279,348	633,721	802,430
EPS（港元）	0.07	(0.19)	0.17	0.39	0.49
净利润增长率	-83.8%	-382.1%	189.7%	126.9%	26.6%
P/E	106.1	(37.6)	41.9	18.5	14.6

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：7.2/9 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@ebsec.com

市场数据

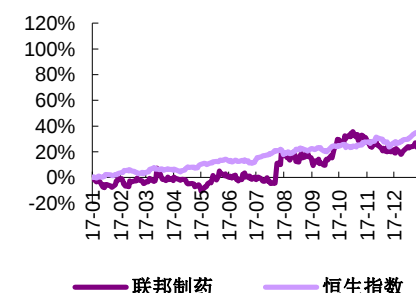
总股本(亿股)：16.27

总市值(亿港元)：105

一年最低/最高(港元)：4.5/7.25

近3月换手率：25.7%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2	25	-8
绝对	6	48	27

相关研报

中期扭亏，看好下半年原料药带来的业绩弹性……2017-8-24
 “甘精”成功上市销售，抗生素同比有所改善……2017-5-15
 “双素”强者拐点已至，关注“环保风暴”带来原料药的上漲周期……2017-3-24
 去产能效果初显，大幅上调6APA出厂价格……2016-12-28
 可转债影响有限，关注基本面向好预期……2016-11-22
 底部确立，布局5年前的“东宝”+“甘李”……2016-09-02

利润表(千港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	7,694,563	7,062,571	7,560,611	8,043,874	8,468,282
毛利	2,961,185	2,516,641	3,037,032	3,471,009	3,819,282
其他收入及亏损	174,451	112,246	111,124	110,012	108,912
销售费用	-1,289,856	-1,235,798	-1,285,304	-1,367,459	-1,439,608
行政开支	-733,683	-710,851	-756,061	-804,387	-889,170
其他开支	-203,474	-183,203	-164,883	-156,639	-148,807
经营利润	908,623	499,035	941,908	1,252,537	1,450,610
融资成本	-349,508	-272,438	-245,194	-232,934	-221,288
税前利润	235,422	-154,551	328,645	792,151	1,003,037
所得税	-125,064	-156,743	-49,297	-158,430	-200,607
税后利润	110,358	-311,294	279,348	633,721	802,430
归属于所有者的净利润	110,358	-311,294	279,348	633,721	802,430
折旧与摊销	813,830	824,128	701,764	680,748	659,029
EBITDA	1,722,453	1,323,163	1,643,672	1,933,285	2,109,639
每股收益 (港元)	0.07	(0.19)	0.17	0.39	0.49
资产负债表 (千港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,114,537	1,982,565	2,244,868	3,175,739	4,553,095
应收帐款	2,195,214	2,180,432	2,202,236	2,224,259	2,246,501
存货	1,415,109	1,071,734	1,082,451	1,093,276	1,104,209
已抵押银行存款	970,316	1,077,596	1,088,372	1,099,256	1,110,248
总流动资产	5,760,687	6,402,064	6,623,327	7,597,820	9,019,238
固定资产	9,263,771	8,201,265	7,928,981	7,640,097	7,339,781
无形资产	95,994	160,336	233,461	311,449	394,952
商誉	3,605	3,370	3,471	3,575	3,682
非流动资产	11,647,237	10,267,215	10,102,560	9,927,873	9,748,465
总资产	17,407,924	16,669,279	16,725,887	17,525,693	18,767,703
短期负债	4,109,911	3,613,650	3,685,923	3,759,641	3,834,834
应付帐款	3,294,663	3,319,638	3,352,834	3,386,363	3,420,226
其他流动负债	1,053,438	545,610	555,567	565,714	576,054
总流动负债	8,458,012	7,478,898	7,594,324	7,711,718	7,831,114
长期借款	912,697	1,105,282	994,754	895,278	805,751
递延税项	713,035	641,157	634,745	628,398	622,114
负债总额	10,689,291	10,695,852	10,473,111	10,639,197	11,078,778
股本	16,269	16,269	16,269	16,269	16,269
股东权益	6,718,633	5,973,427	6,252,775	6,886,496	7,688,926
现金流量表 (千港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
除税前溢利	235,422	-154,551	328,645	792,151	1,003,037
无形资产摊销	3,687	3,502	12,287	16,392	20,787
物业、厂房及设备折旧	810,143	820,626	689,477	664,356	638,242
所得税	-125,064	-156,743	-49,297	-158,430	-200,607
营运现金流	1,975,165	1,535,101	1,406,384	1,834,759	2,014,373
购买物业厂房设备	-722,890	-463,547	-417,192	-375,473	-337,926
其他投资活动	347,692	-113,272	-172,800	-173,215	-174,958
投资活动现金流	-375,198	-576,819	-589,992	-548,688	-512,884
已付股息	-365,431	-310,833	-365,431	-365,431	-365,431
银行借贷所得款	4,001,695	3,907,161	3,868,089	3,829,408	3,791,114
偿还借贷	-4,734,692	-3,902,319	-3,512,087	-3,160,878	-2,844,791
融资活动现金流	-1,278,035	151,070	-459,932	-151,909	121,334
现金变化	156,318	949,776	307,163	975,731	1,422,216
期初持有现金	1,003,079	1,114,537	1,982,565	2,244,868	3,175,739
期末持有现金	1,114,537	1,982,565	2,244,868	3,175,739	4,553,095

资料来源：公司资料，光大证券研究所

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。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推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 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且不予通知。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做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议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, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

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

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
北京	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com
国际业务	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com