

南京新百 (600682)

证券研究报告

2018年05月27日

收购首个获 FDA 批准的前列腺癌免疫疗法, 搭建高端生物医疗平台

非公开发行获证监会有条件通过, 世鼎香港持有 Dendreon100%股权

5月24日, 公司非公开发行方案: 发行股份收购控股股东三胞集团持有的世鼎生物技术(香港)有限公司100%股权, 并募集配套资金, 已获证监会有条件审核通过。世鼎香港主要经营资产为美国生物医疗公司 Dendreon100%股权, 交易资产作价 59.68 亿元。同时非公开发行股份募集 25.50 亿元拟用于前列腺癌治疗药物 PROVENGE 在中国上市, PROVENGE 在早期前列腺癌的应用以及 PA2024 抗原国产化等三个项目的建设运营。

PROVENGE 美国市场有望保持稳健增长, 加快推进中国市场准入

PROVENGE 早在 2010 年即获得 FDA 批准, 目前已被 NCCN 列为无症状或轻微症状的 mCRPC 一线用药。公告数据显示, 2015-2017 年美国 mCRPC 患者总数分别 41,813 人、42,649 人及 43,502 人, 同期 PROVENGE 美国的市场渗透率分别为 8.64%、9.37%和 9.83%, 市场渗透率逐步提升, 主因 Dendreon 调整业务策略, 从之前关注肿瘤诊疗中心到现在关注泌尿诊疗中心, 2015-2017 年泌尿诊疗中心注册人数分别为 1,617 人、1,999 人和 2,330 人, 复合增长率为 20%。我们认为 PROVENGE 的市场渗透率仍有增长空间, 随着泌尿诊疗中心注册人数稳步提升, 美国市场业务有望保持稳健增长。

目前 Dendreon 拟在中国申报时开展确证性临床试验, 在中国进行小范围 mCRPC 受试者试验、6 个月的安全性和生物指标的评价, 以证明 PROVENGE 无种族差异。预计确证性临床试验完成时间为 2 年, 获取生物制品上市许可时间为 7 个月, 预计产品 2021 年有望在中国首次上市。

Dendreon 核心研发团队维持稳定, 积极推进 PROVENGE 适应症拓展

公告显示, Dendreon 核心管理人员经验丰富, 拥有多年行业工作经验, 公司核心研发团队保持稳定。同时公司着手制定更为合理的激励机制, 市场化的薪酬体系, 充分利用上市公司平台优势, 吸引优秀人才加入。目前 PROVENGE 主要针对早期 mCRPC 患者群体, 公司正在对 PROVENGE 的适应症拓展进行积极的尝试, 争取用于更早期的前列腺癌患者。

估值与评级

收购 Dendreon 搭建高端生物医疗平台, 加速公司大健康业务转型。世鼎香港 2018-2020 年承诺净利润不低于 5.30、6.00 和 6.60 亿元, 将显著增厚公司盈利能力。若考虑非公开发行, 2018 年公司完成 Dendreon 收购并新增股本 1.80 亿股, 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.77、1.82 和 1.99 元, 参考医疗同行业估值, 给与 18 年整体 30 倍 PE, 目标价 53.10 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 1. Dendreon 收购进度不及预期; 2. 核心人才流失风险; 3. 干细胞和养老业务不及预期; 4. 公司业绩不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,275.69	17,960.36	21,448.14	21,864.75	21,212.15
增长率(%)	2.67	10.35	19.42	1.94	(2.98)
EBITDA(百万元)	1,204.33	1,875.13	3,480.03	3,552.81	3,983.97
净利润(百万元)	399.86	736.23	2,289.99	2,355.70	2,565.69
增长率(%)	9.10	84.12	211.04	2.87	8.91
EPS(元/股)	0.36	0.66	1.77	1.82	1.99
市盈率(P/E)	92.55	50.26	18.78	18.26	16.76
市净率(P/B)	14.15	4.62	4.46	3.68	3.07
市销率(P/S)	2.27	2.06	2.01	1.97	2.03
EV/EBITDA	24.96	21.56	11.49	10.05	9.15

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	33.28 元
目标价格	53.10 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,111.97
流通 A 股股本(百万股)	860.66
A 股总市值(百万元)	37,006.51
流通 A 股市值(百万元)	28,642.81
每股净资产(元)	7.26
资产负债率(%)	66.82
一年内最高/最低(元)	41.50/33.28

作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《南京新百-年报点评报告:大健康战略转型初显成效, 打造医养结合龙头企业》2018-04-01
- 《南京新百-公司深度研究:收购 Dendreon 进军高端生物医疗, 多点布局打造以细胞治疗、干细胞存储和养老为核心的医养结合龙头企业》2017-12-26
- 《南京新百-年报点评报告:布局居家养老+精准医疗, 大健康龙头扬帆起航》2017-03-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,153.27	4,411.85	2,873.64	9,938.18	9,149.89
应收账款	189.78	986.55	431.04	538.17	522.56
预付账款	152.67	369.22	133.28	389.26	153.84
存货	3,395.99	2,733.13	3,970.84	3,142.85	3,899.83
其他	300.42	196.25	233.90	242.82	223.81
流动资产合计	8,192.12	8,697.01	7,642.70	14,251.27	13,949.93
长期股权投资	439.36	429.81	429.81	429.81	429.81
固定资产	3,028.08	3,390.85	3,272.87	3,170.17	3,063.62
在建工程	20.59	27.97	52.78	79.67	77.80
无形资产	1,688.87	1,984.22	1,878.54	1,772.87	1,667.19
其他	5,141.23	9,998.21	9,262.23	9,357.75	9,441.64
非流动资产合计	10,318.14	15,831.05	14,896.24	14,810.26	14,680.07
资产总计	18,510.26	24,528.06	22,538.93	29,061.53	28,630.00
短期借款	2,405.08	2,147.69	0.00	2,150.00	2,050.00
应付账款	3,967.28	4,299.38	4,243.54	4,787.01	4,271.41
其他	5,424.24	5,146.21	5,163.05	6,340.71	3,996.20
流动负债合计	11,796.60	11,593.28	9,406.59	13,277.72	10,317.61
长期借款	1,368.93	1,636.90	0.00	620.00	550.00
应付债券	1,351.89	1,413.37	1,461.23	1,408.83	1,427.81
其他	1,550.31	1,739.47	1,803.08	1,697.62	1,746.72
非流动负债合计	4,271.13	4,789.73	3,264.31	3,726.45	3,724.53
负债合计	16,067.74	16,383.01	12,670.90	17,004.17	14,042.15
少数股东权益	(171.94)	135.88	225.14	371.53	578.50
股本	828.02	1,111.97	1,292.22	1,292.22	1,292.22
资本公积	234.34	4,297.45	4,297.45	4,297.45	4,297.45
留存收益	1,655.21	6,405.10	8,350.66	10,393.61	12,717.13
其他	(103.10)	(3,805.36)	(4,297.45)	(4,297.45)	(4,297.45)
股东权益合计	2,442.53	8,145.05	9,868.03	12,057.37	14,587.85
负债和股东权益总	18,510.26	24,528.06	22,538.93	29,061.53	28,630.00

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	403.53	846.04	2,289.99	2,355.70	2,565.69
折旧摊销	454.43	512.53	258.84	261.49	264.09
财务费用	418.32	317.83	114.35	37.95	108.74
投资损失	(4.98)	(70.68)	(170.73)	(170.73)	(170.73)
营运资金变动	522.22	(1,293.41)	344.70	1,956.36	(3,391.34)
其它	765.22	457.44	82.62	150.42	214.42
经营活动现金流	2,558.76	769.75	2,919.77	4,591.19	(409.13)
资本支出	1,015.16	4,829.73	(3.62)	185.46	0.90
长期投资	429.57	(9.55)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,052.32)	(5,373.41)	108.69	(93.11)	120.64
投资活动现金流	(1,607.59)	(553.23)	105.07	92.35	121.54
债权融资	5,385.55	5,509.87	1,722.14	4,456.32	4,311.24
股权融资	(239.78)	4,403.72	(426.20)	(37.95)	(108.74)
其他	(6,065.24)	(10,354.59)	(5,858.99)	(2,037.37)	(4,703.20)
筹资活动现金流	(919.46)	(441.01)	(4,563.05)	2,381.00	(500.69)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	31.70	(224.49)	(1,538.21)	7,064.54	(788.28)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,275.69	17,960.36	21,448.14	21,864.75	21,212.15
营业成本	10,431.38	11,180.79	11,841.13	12,342.69	12,394.78
营业税金及附加	216.58	344.14	269.62	328.26	330.52
营业费用	3,787.28	3,648.62	4,521.27	4,276.75	3,181.82
管理费用	1,065.77	1,362.47	1,715.85	1,749.18	1,696.97
财务费用	269.24	304.21	114.35	37.95	108.74
资产减值损失	10.47	97.63	38.47	48.86	61.65
公允价值变动收益	0.00	0.00	(11.34)	1.55	2.74
投资净收益	4.98	70.68	170.73	170.73	170.73
其他	(9.95)	(163.53)	(318.79)	(344.57)	(346.95)
营业利润	499.94	1,115.36	3,106.84	3,253.36	3,611.14
营业外收入	7.86	1.00	6.10	4.65	3.92
营业外支出	7.16	22.68	31.21	20.35	24.75
利润总额	500.64	1,093.68	3,081.74	3,237.66	3,590.31
所得税	97.11	247.64	697.79	733.09	812.94
净利润	403.53	846.04	2,383.95	2,504.57	2,777.37
少数股东损益	3.68	109.81	93.96	148.87	211.67
归属于母公司净利润	399.86	736.23	2,289.99	2,355.70	2,565.69
每股收益(元)	0.36	0.66	1.77	1.82	1.99

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	2.67%	10.35%	19.42%	1.94%	-2.98%
营业利润	-11.30%	123.10%	178.55%	4.72%	11.00%
归属于母公司净利润	9.10%	84.12%	211.04%	2.87%	8.91%
获利能力					
毛利率	35.91%	37.75%	44.79%	43.55%	41.57%
净利率	2.46%	4.10%	10.68%	10.77%	12.10%
ROE	15.29%	9.19%	23.75%	20.16%	18.31%
ROIC	20.62%	60.52%	38.85%	38.46%	65.62%
偿债能力					
资产负债率	86.80%	66.79%	56.22%	58.51%	49.05%
净负债率	200.24%	80.16%	65.48%	66.97%	17.89%
流动比率	0.69	0.75	0.81	1.07	1.35
速动比率	0.41	0.51	0.39	0.84	0.97
营运能力					
应收账款周转率	73.28	30.54	30.26	45.12	40.00
存货周转率	5.08	5.86	6.40	6.15	6.02
总资产周转率	0.90	0.83	0.91	0.85	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.36	0.66	1.77	1.82	1.99
每股经营现金流	2.30	0.69	2.63	4.13	-0.37
每股净资产	2.35	7.20	7.46	9.04	10.84
估值比率					
市盈率	92.55	50.26	18.78	18.26	16.76
市净率	14.15	4.62	4.46	3.68	3.07
EV/EBITDA	24.96	21.56	11.49	10.05	9.15
EV/EBIT	39.08	28.93	12.41	10.85	9.80

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com