



买入 **24% ↑**
目标价格:人民币 12.95

原评级: 未有评级

300039.CH

价格:人民币 10.47

目标价格基础:35倍 17年市盈率

板块评级: 未有评级

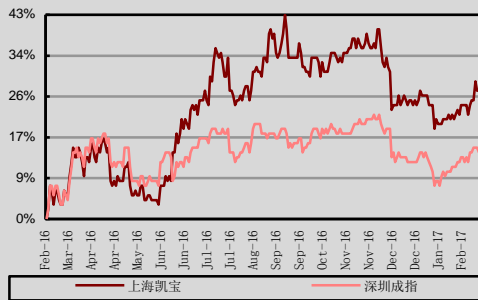
上海凯宝

业绩稳定增长, 期待外延落地

公司公布 2016 年业绩: 报告期内实现营收 14.97 亿元, 同比增长 7.3%; 归属母公司净利润 2.83 亿元, 同比增长 0.3%, EPS0.34 元/股。利润分配预案: 十派 0 元, 以资本公积金每 10 股转 3 股。

2017 年一季度业绩预告, 预计实现盈利 8,311.41 万元 - 9,142.55 万元, 同比增长 0-10%

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|--------|------|------|-------|-------|
| 绝对 | 1.5 | 4.4 | (7.2) | 20.0 |
| 相对深证成指 | 0.2 | 1.0 | (1.1) | 11.4 |

| | |
|-------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 829 |
| 流通股(%) | 74 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 6,452 |
| 3 个月日均交易额(人民币 百万) | 68 |
| 净负债比率(%) (2017E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 穆来安 | 30 |

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 2 月 28 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 中药

王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

*张威亚为本报告重要贡献者

支撑评级要点

- 公司保持一贯的稳健经营。从新发布的 2016 年报的收入、资产、研发、并购方面来看保持了公司一贯稳健经营的风格: 2016 年实现营收 14.97 亿元, 同比增长 7.3%; 归母净利润 2.83 亿元, 同比增长 0.3%; 扣非净利润 2.89 亿元, 同比增长 8.42%, 实际业绩略好于业绩预告 (同向下降, 0-8%)。总资产 25 亿元, 增长 4%, 净资产 22 亿元, 增长 9.7%。研发稳步推进, 利用产学研相结合的模式, 推进痰热清剂型升级和二次开发、心脑血管、精神类疾病、抗肿瘤药物等方面的研究。投资并购方面, 公司完成了谊众生物和上海歌佰德二次增资, 股权比例分别达 20% 和 25%。
- 核心产品痰热清稳定增长。核心产品痰热清注射液预计 2016 年增长超过 8%, 主要受益于公司加大了医院的开发力度。痰热清在 2017 年新版医保目录中调为“限二级及以上医疗机构重症患者使用”, 有投资者担心未来增长承压, 实际上痰热清的主要销售渠道在二级以上医院, 针对的是伴有发热等需要住院观察的重症患者, 而且由于痰热清的日均费用较高 (30 元/天), 在原门诊用药量占比少, 医保目录调整后影响不大。现在政策限制抗生素的使用, 医生优选抗生素的替代药物如痰热清, 利于痰热清销售。2017 年 1 月, 痰热清注射液继 2014 年后再次被国家卫计委列入《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案》(2017 年第 1 版), 充分肯定了痰热清注射液在防治流行性疾病方面的贡献。预计未来主打产品痰热清注射液仍能保持稳健增长。
- 我们认为公司后续看点在于: 1) 加快主打产品痰热清二次开发, 形成系列产品, 保证稳健增长。2) 稳步推进产品线多元化, 盈利能力增强。3) 营销能力提升, 销售放量。4) 外延式空间发展广阔。

评级面临的主要风险

- 招标降价风险; 外延并购进度低于预期; 新药研发不确定性高; 产品市场开发低于预期投资建议

估值

- 考虑到公司经营风格稳健, 主打产品痰热清系列保持稳健增长, 新品种陆续获批上市, 普药品种销售逐渐放量, 暂不考虑外延并购和摊薄, 我们预计 2017 年-2019 年可实现净利润 3.04 亿元/3.41 亿元/3.92 亿元, 对应 EPS0.37/0.41/0.47。结合同行业可参考公司的估值水平和公司积极外延发展的战略, 给予公司 17 年 35 倍市盈率, 对应目标价 12.95 元, 较目前股价有 24.40% 的上涨空间。

投资摘要

| 年结日: 12 月 31 日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万) | 1,396 | 1,497 | 1,607 | 1,784 | 1,994 |
| 变动(%) | (6) | 7 | 7 | 11 | 12 |
| 净利润(人民币 百万) | 282 | 283 | 307 | 364 | 370 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.338 | 0.341 | 0.370 | 0.439 | 0.446 |
| 变动(%) | (38.1) | 0.9 | 8.6 | 18.6 | 1.7 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 31.0 | 30.7 | 28.3 | 23.8 | 23.4 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 26.7 | 27.6 | 17.7 | 8.3 | 25.5 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.39 | 0.38 | 0.59 | 1.26 | 0.41 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 22.3 | 21.6 | 17.6 | 13.9 | 12.0 |
| 每股股息(人民币) | 0.100 | 0.000 | 0.082 | 0.075 | 0.058 |
| 股息率(%) | 1.0 | n.a. | 0.8 | 0.7 | 0.6 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

公司未来看点:

看点一：加快主打产品痰热清二次开发，形成系列产品，保证稳健增长

公司目前正在加快推进痰热清的二次开发及系列品种研发进度，形成具有竞争力的现代中药系列产品：开展痰热清注射液一万例有效性再评价，主要是老年慢阻肺病和儿童用药方面的研究；开展痰热清注射液抗细菌生物膜临床研究，验证痰热清注射液在临床抗耐药菌株的作用。痰热清的销售渠道以二级以上大型综合性医院为主，目前覆盖 4000 余家，全国二级以上医院共有 2 万余家，未来仍具备客观的增长空间。

看点二：稳步推进产品线多元化，盈利能力增强

目前公司的产品梯度初步形成，有临床前研究的体外培育熊胆粉研究（已突破关键技术瓶颈，完成皮产量公斤级中试）；Ⅱb 期临床研究的有“优欣定胶囊”（治疗抑郁症，国家 1.1 类中药新药）；Ⅲ期临床研究丁桂油软胶囊（肠易激综合症）、疏风止痛胶囊（治疗偏头疼）、花丹安神合剂（抗失眠）、痰热清口服液（新剂型）、注射用度拉纳明（抗肿瘤，国家 1.1 类抗肿瘤生物制品新药）、注射用紫杉醇胶束（新型广谱抗癌，国家 2.2 类新药）。目前公司板蓝根颗粒、生脉饮已经投入生产，2017 年将完成银黄颗粒、小儿咳喘灵颗粒、熊胆滴丸等产品的所有准备工作并投入生产，逐步改变公司单一产品结构的格局。公司的后续产品储备支持公司可持续发展，形成多元化的产品线，增强公司风险抵御能力，提高盈利水平。

此外，公司现有生产线已经完成改造以及相关生产认证，公司几年内不再进行固定资产的再投入，同时也保证了未来公司大规模生产的物质基础。

看点三：营销能力提升，销售放量

公司共有 113 个品种入选新版国家医保目录，其中甲类药品 66 个，乙类药品 47 个，独家品种 2 个（公司药品痰热清注射液、子公司药品芪参胶囊），独家剂型 1 个（公司药品多索茶碱胶囊），但是实际上除痰热清保持稳定增长外，其他品种表现一般，这说明公司的营销能力有极大的改善空间。公司正在积极完善营销模式，秉承“精耕细作、深挖潜力”的原则，对主打产品痰热清系列通过循证医学支持、学术推广提升产品影响力和市占率；利用公司现有资源，深挖普药潜力，加大普药销售力度；同时利用国内权威专业媒体加大品牌宣传力度。

看点四：外延式空间发展广阔

公司负债率低，仅为 12.96%；货币资金 7 个亿，资产结构合理。公司有着巨大的资本运作余地，外延式发展空间广阔。

股价催化剂

公司收购歌佰德抗肿瘤药物完成临床，增持股份

外延并购有实质性进展

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 销售收入 | 1,396 | 1,497 | 1,607 | 1,784 | 1,994 |
| 销售成本 | (265) | (298) | (319) | (358) | (421) |
| 经营费用 | (781) | (830) | (827) | (873) | (924) |
| 息税折旧前利润 | 349 | 369 | 461 | 552 | 649 |
| 折旧及摊销 | (51) | (51) | (93) | (150) | (233) |
| 经营利润(息税前利润) | 298 | 318 | 368 | 403 | 416 |
| 净利息收入/(费用) | 28 | 21 | (0) | (0) | (0) |
| 其他收益/(损失) | 9 | (5) | (6) | 28 | 22 |
| 税前利润 | 335 | 333 | 362 | 431 | 437 |
| 所得税 | (53) | (51) | (55) | (66) | (67) |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 282 | 283 | 307 | 364 | 370 |
| 核心净利润 | 283 | 284 | 308 | 367 | 372 |
| 每股收益(人民币) | 0.338 | 0.341 | 0.370 | 0.439 | 0.446 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.339 | 0.342 | 0.372 | 0.442 | 0.449 |
| 每股股息(人民币) | 0.100 | 0.000 | 0.082 | 0.075 | 0.058 |
| 收入增长(%) | (6) | 7 | 7 | 11 | 12 |
| 息税前利润增长(%) | (23) | 7 | 16 | 9 | 3 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (18) | 6 | 25 | 20 | 17 |
| 每股收益增长(%) | (38) | 1 | 9 | 19 | 2 |
| 核心每股收益增长(%) | (38) | 1 | 9 | 19 | 2 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 税前利润 | 335 | 333 | 362 | 431 | 437 |
| 折旧与摊销 | 51 | 51 | 93 | 150 | 233 |
| 净利息费用 | (28) | (21) | 0 | 0 | 0 |
| 运营资本变动 | 42 | (33) | (51) | 170 | (94) |
| 税金 | (53) | (51) | (55) | (66) | (67) |
| 其他经营现金流 | (20) | 35 | 142 | 358 | (170) |
| 经营活动产生的现金流 | 327 | 315 | 491 | 1,042 | 340 |
| 购买固定资产净值 | (0) | (1) | 699 | 499 | 399 |
| 投资减少/增加 | 4 | (32) | 6 | 6 | 6 |
| 其他投资现金流 | (108) | (402) | (1,270) | (1,036) | (815) |
| 投资活动产生的现金流 | (105) | (435) | (565) | (532) | (410) |
| 净增权益 | (83) | 0 | (68) | (63) | (48) |
| 净增债务 | 0 | 0 | 161 | 839 | 0 |
| 支付股息 | 0 | 27 | 53 | 103 | 221 |
| 其他融资现金流 | (56) | (133) | (56) | (79) | (208) |
| 融资活动产生的现金流 | (139) | (106) | 89 | 801 | (35) |
| 现金变动 | 83 | (227) | 16 | 1,311 | (105) |
| 期初现金 | 817 | 902 | 702 | 717 | 2,028 |
| 公司自由现金流 | 222 | (120) | (74) | 510 | (70) |
| 权益自由现金流 | 194 | (141) | 87 | 1,350 | (70) |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 1,039 | 1,101 | 963 | 2,057 | 1,953 |
| 应收帐款 | 673 | 635 | 636 | 644 | 674 |
| 库存 | 179 | 173 | 151 | 19 | 181 |
| 其他流动资产 | 27 | 14 | 74 | 17 | 78 |
| 流动资产总计 | 1,918 | 1,923 | 1,824 | 2,737 | 2,886 |
| 固定资产 | 401 | 373 | 981 | 1,333 | 1,502 |
| 无形资产 | 47 | 45 | 43 | 40 | 37 |
| 其他长期资产 | 4 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 长期资产总计 | 452 | 443 | 1,048 | 1,397 | 1,564 |
| 总资产 | 2,427 | 2,528 | 2,945 | 4,231 | 4,560 |
| 应付帐款 | 87 | 61 | 68 | 97 | 95 |
| 短期债务 | 0 | 0 | 131 | 500 | 500 |
| 其他流动负债 | 289 | 226 | 244 | 331 | 328 |
| 流动负债总计 | 376 | 287 | 444 | 928 | 923 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 29 | 500 | 500 |
| 其他长期负债 | 45 | 41 | 36 | 41 | 39 |
| 股本 | 834 | 829 | 829 | 829 | 829 |
| 储备 | 1,227 | 1,401 | 1,607 | 1,933 | 2,268 |
| 股东权益 | 2,061 | 4,816 | 2,436 | 2,762 | 3,098 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总负债及权益 | 2,427 | 2,528 | 2,945 | 4,231 | 4,560 |
| 每股帐面价值(人民币) | 2.47 | 5.81 | 2.94 | 3.33 | 3.73 |
| 每股有形资产(人民币) | 2.42 | 5.75 | 2.89 | 3.28 | 3.69 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (1.08) | (0.85) | (0.67) | (1.24) | (1.11) |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 25.0 | 24.6 | 28.7 | 31.0 | 32.5 |
| 息税前利润率(%) | 21.4 | 21.2 | 22.9 | 22.6 | 20.9 |
| 税前利润率(%) | 24.0 | 22.3 | 22.5 | 24.1 | 21.9 |
| 净利率(%) | 20.2 | 18.9 | 19.1 | 20.4 | 18.6 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 5.1 | 6.7 | 4.1 | 2.9 | 3.1 |
| 利息覆盖率(倍) | n.a. | n.a. | 1,228.0 | 1,342.4 | 1,386.2 |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 4.6 | 6.1 | 3.8 | 2.9 | 2.9 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 31.0 | 30.7 | 28.3 | 23.8 | 23.4 |
| 核心业务市盈率(倍) | 30.9 | 30.6 | 28.2 | 23.7 | 23.3 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 38.2 | 37.8 | 34.8 | 29.3 | 28.8 |
| 市净率(倍) | 4.2 | 1.8 | 3.6 | 3.1 | 2.8 |
| 价格/现金流(倍) | 26.7 | 27.6 | 17.7 | 8.3 | 25.5 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 22.3 | 21.6 | 17.6 | 13.9 | 12.0 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 197.6 | 215.8 | 185.5 | 86.3 | 86.5 |
| 应收帐款周转天数 | 157.1 | 159.4 | 144.3 | 131.0 | 120.7 |
| 应付帐款周转天数 | 16.5 | 18.0 | 14.6 | 16.8 | 17.5 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 29.5 | 0.0 | 22.0 | 17.2 | 13.1 |
| 净资产收益率(%) | 14.3 | 8.2 | 8.5 | 14.0 | 12.6 |
| 资产收益率(%) | 11.0 | 10.9 | 11.4 | 9.5 | 8.0 |
| 已运用资本收益率(%) | 3.6 | 2.1 | 2.1 | 2.9 | 2.4 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371