

香雪制药 (300147)

强烈推荐

行业：中药

饮片整合有望加速，前沿技术布局增添想象空间

我们于2015年1月30日发布了深度报告《战略性布局饮片“三全”，未来高成长可期》，阐述了看好公司的逻辑：公司战略性布局中药饮片领域，打造全产业链、全品类、全渠道的“三全”，有望成为行业领导者；同时在前沿生物医药领域布局的小核酸药物及TCR细胞治疗技术处于领先地位，有望进一步提升公司估值水平。近期，饮片行业整合有望加速，小核酸药物、TCR取得积极进展，我们此前的逻辑逐步得到验证。此外，公司推出员工持股计划也彰显了管理层的发展信心。

投资要点：

- ◇ **公司发展战略非常积极，内生外延并举。**①公司着力打造中药资源的全产业链、全品类、全渠道，目标是成为千亿市场容量的饮片行业中的龙头企业；②公司是中药行业兼并收购的领先者之一，执行能力较强，多次收购带领公司逐步迈向更高平台，对管理、业务、资源等整合将助力内生增长保持稳定，同时在外延发展方面，公司有望在未来中药行业并购整合浪潮中占据重要地位。
- ◇ **饮片行业面临并购整合的战略性机会，公司早有布局或称为整合龙头。**①《中医药健康服务发展规划》确立中医药产业作为国家级的发展领域，中医药产业地位得到提升，其中重点提及建立野生中药、大宗中药材生产基地、中药材质量保障体系等；②中药饮片行业真正规范化、产业化的时间不长，目前行业中中小企业众多，市场十分不规范。近期国家加大了对饮片行业的整顿力度；2015年一季度，21家被收回GMP证书的企业中有17家为中药饮片企业，占80%。同时2015年12月31日是饮片企业新版GMP认证限期，中小企业资金紧张，目前有超过7成的企业未完成GMP认证。目前饮片行业面临并购整合的战略性机会，公司在外延方面早有布局，并且积累了丰富的经验，未来有望加快并购步伐，成为行业整合龙头。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1524	2012	2621	3400
收入同比(%)	21%	32%	30%	30%
归属母公司净利润	197	258	324	426
净利润同比(%)	24%	31%	26%	31%
毛利率(%)	41.7%	41.3%	41.1%	40.8%
ROE(%)	11.3%	12.9%	13.9%	15.5%
每股收益(元)	0.39	0.51	0.64	0.84
P/E	88.30	67.39	53.62	40.82
P/B	9.96	8.68	7.47	6.32
EV/EBITDA	55	41	30	23

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：梅梅

S0960115030011

0755-82026810

meimei@china-invs.cn

参与人：池陈森

S0960114060018

0755-82026729

chichensen@china-invs.cn

6-12个月目标价： 49.01

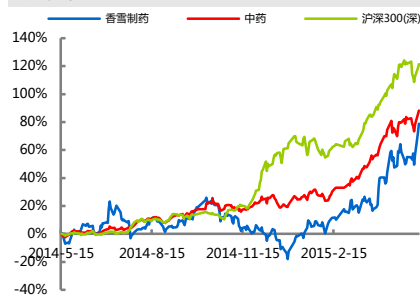
当前股价： 34.10

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	510
流通股本(百万股)	508
总市值(亿元)	174
流通市值(亿元)	173
成交量(百万股)	19.57
成交额(百万元)	665.70

股价表现



相关报告

《香雪制药-战略性布局饮片“三全”，未来高成长可期》2015-01-30

- ✧ **小核酸药物及 TCR 细胞治疗研发顺利，前沿技术布局增添想象空间。**公司很早就布局小核酸药物及 TCR 细胞治疗领域，处于国内领先地位。①公司同国内领先的小核酸药物研发机构苏州圣诺合作开发的药物“科特拉尼”是国内首个基因治疗药物。“科特拉尼”近期被列入卫计委专项支持的 21 个优先评审新药中，大大加快了审评速度，也反映出公司在该领域的新药研发是处于国内领先水平。另外，公司还同香港大学微生物系合作研发广谱抗呼吸道病毒感染的小核酸药物，目前已有实质性进展。②公司 TCR 细胞治疗技术路径与国际领先企业一致，在细胞治疗药物和第三类治疗技术两个方向都有布局；其中第三类治疗技术有望较快实现应用。目前与解放军 458 医院合作已经展开第三类治疗技术的临床研究，选择了非小细胞肺癌和乙肝病毒感染引起的肝癌两个适应症方向，一期临床选取 21 例病人进行治疗，预计 7 月底会有相关数据。近期英国 TCR 细胞治疗公司 Adaptimmune (ADAP) 上市，估值 12 亿美元，体现了市场对这一前沿技术发展前景的认可。
- ✧ **维持强烈推荐评级。**我们预计 2015-2017 年归属于母公司净利润分别为 2.58 亿元、3.24 亿元、4.26 亿元，当前股价对应 15-17 年的 PE 分别为 67、54 和 41 倍。**鉴于公司中药饮片“三全”布局基本成型，未来有望通过外延并购实现跨越式成长，成为千亿市场容量的饮片行业的龙头；同时在基因治疗、细胞治疗领域处于国内领先地位，有望进一步提升公司估值。提升目标价至 49.01 元，对应 250 亿市值，维持强烈推荐评级。**
- ✧ **风险提示：**产品省外拓展不及预期，新药研发风险，外延并购整合风险

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1248	2638	3352	4266
现金	334	300	300	300
应收账款	396	520	678	879
其它应收款	30	42	55	71
预付账款	116	171	224	291
存货	284	1495	1955	2545
其他	88	110	140	180
非流动资产	2340	2591	2915	3253
长期投资	53	68	68	68
固定资产	1223	1594	1938	2271
无形资产	179	172	190	209
其他	885	757	719	706
资产总计	3588	5229	6266	7519
流动负债	1137	2549	3180	3922
短期借款	555	1980	2473	3064
应付账款	176	246	321	418
其他	407	323	386	440
非流动负债	580	525	573	614
长期借款	0	-70	-30	10
其他	580	595	603	604
负债合计	1717	3073	3753	4536
少数股东权益	127	154	188	232
股本	510	510	510	510
资本公积	732	732	732	732
留存收益	506	760	1084	1510
归属母公司股东权益	1744	2002	2326	2751
负债和股东权益	3588	5229	6266	7519

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	166	-914	9	8
净利润	217	285	358	470
折旧摊销	71	67	85	103
财务费用	50	85	156	200
投资损失	-6	-1	0	0
营运资金变动	-202	-1369	-611	-782
其它	35	20	21	17
投资活动现金流	-504	-331	-406	-438
资本支出	244	344	372	402
长期投资	-264	-20	0	0
其他	-524	-7	-34	-36
筹资活动现金流	-111	1210	397	431
短期借款	201	1425	494	591
长期借款	-180	-70	40	40
普通股增加	118	0	0	0
资本公积增加	-111	0	0	0
其他	-139	-144	-136	-200
现金净增加额	-449	-34	0	0

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1524	2012	2621	3400
营业成本	889	1181	1545	2011
营业税金及附加	12	14	19	24
营业费用	203	238	297	386
管理费用	161	199	233	292
财务费用	50	85	156	200
资产减值损失	8	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	1	0	0
营业利润	207	294	370	486
营业外收入	21	3	4	4
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	225	295	371	487
所得税	8	11	13	17
净利润	217	285	358	470
少数股东损益	20	27	34	44
归属母公司净利润	197	258	324	426
EBITDA	329	446	611	788
EPS (元)	0.39	0.51	0.64	0.84

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	20.8%	32.0%	30.3%	29.7%
营业利润	16.7%	42.0%	25.7%	31.4%
归属于母公司净利润	24.4%	31.0%	25.7%	31.4%
获利能力				
毛利率	41.7%	41.3%	41.1%	40.8%
净利率	12.9%	12.8%	12.4%	12.5%
ROE	11.3%	12.9%	13.9%	15.5%
ROIC	9.6%	8.7%	9.9%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	47.9%	58.8%	59.9%	60.3%
净负债比率	36.98%	62.46%	65.90%	68.44%
流动比率	1.10	1.04	1.05	1.09
速动比率	0.85	0.44	0.43	0.43
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.46	0.46	0.49
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	5.38	5.60	5.45	5.44
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.51	0.64	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	-1.79	0.02	0.01
每股净资产(最新摊薄)	3.42	3.93	4.56	5.40
估值比率				
P/E	88.30	67.39	53.62	40.82
P/B	9.96	8.68	7.47	6.32
EV/EBITDA	55	41	30	23

相关报告

报告日期	报告标题
2015-01-30	《香雪制药-战略性布局饮片“三全”，未来高成长可期》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

梅梅,中国中投证券研究总部医药行业研究员。

池陈森,中国中投证券研究总部医药行业研究员,上海交通大学生物技术、会计学双学士,经济学硕士,2 年医药相关行业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434