

潜力品种前景看好， 进军服务打开新增空间，外延发展值得期待

景峰医药 (000908)

推荐

首次覆盖

核心观点:

分析师

☎: 李平祝
✉: lipingzhu@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130513090001

特此鸣谢

张金洋

☎: (8610) 83574546
✉: zhangjinyang@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

以及实习生缪牧一对此篇报告做出的突出贡献

市场数据	时间 2016.3.11
A 股收盘价(元)	11.79
A 股一年内最高价(元)	27.00
A 股一年内最低价(元)	11.32
上证指数	2810.31
市净率	7.2
总股本(亿股)	8.00
实际流通 A 股(亿股)	3.69
流通 A 股市值(亿元)	43.78

相关研究

1. 事件

近期，我们对公司进行了跟踪和研究。

2. 我们的分析与判断

(一) 参芎、玻璃酸钠仍有增量空间，榄香烯前景巨大

公司在 1 月 20 日曾发布业绩快报，实现收入 24.59 亿元，同比增长 25.63%，实现净利润 3.26 亿元，同比增长 29.69%。

从我们草根调研结果与第三方统计医院数据来看，2015 年参芎注射液受到招标降价影响，价格有一定下滑，但得到了销量上的提升，我们估计 2015 年实现收入约为 13 亿左右，而公司着手进行营销改革，改变以往不降价的思路，并完善激励机制，同时参芎注射液增补进了浙江、上海医保，预计今、明两年仍有望实现 10-20% 的增速，未来几年有望为公司发展提供稳定现金流。

我们估计玻璃酸钠这块 2015 年整体实现收入 3.4-3.6 亿，收入增长迅速。公司用于骨科的玻璃酸钠注射液“佰备”是医保乙类产品，覆盖约 3500 家医院，市场份额领先，同时公司拥有 HA1、HA2 两个在研一类新药，而公司将玻璃酸钠应用于眼科领域的“佰弈”已经上市，有望给公司带来业绩增量。我们预计玻璃酸钠在今、明两年整体上能实现 20% 以上的增速。

而公司独家品种心脑宁胶囊我们估计 2015 年实现收入 1.3 亿左右，未来有望保持 5-10% 左右的稳定增长。

公司 2015 年 4 月份收购了德泽药业的 53% 股权，而德泽药业拥有全资子公司上海金港这个脂质体产业平台以及榄香烯注射液、榄香烯口服乳两个市场前景广阔的抗肿瘤独家品种。我们估计榄香烯这块 2015 年实现销售收入 2.7 亿左右，而今年已经进入浙江省（此前在浙江省脱标，2014 年估计浙江销售占比 50% 以上），同时公司加大营销力度，计划在今年覆盖 800 家医院，我们预计榄香烯今年能实现 4.5-4.7 亿左右的收入，在未来有望达到 10 亿级。

公司销售能力较强，历史上曾经创造过几个明星品种，例如艾迪、康莱特等，我们预计在公司较强销售队伍的推动下，参芎、榄香烯均有望快速增长，带动整个公司业绩快速增长。

（二）在研储备品种较多，看好公司长期发展

公司从 2014 年开始参股上海景泽，去年达到 40% 的持股比例。上海景泽拥有众多研发项目，均为全球销量达 10 亿美金以上的大品种，涉及急性心衰、糖尿病并发症、结肠癌、乳腺癌等多个领域，公司未来有望将其中具有协同效应的品种拿到自己手中，成为公司储备品种，助力公司未来发展。

同时，公司与科新生物合资成立的上海科新（各参股 50%）所自主研发的重组人免疫球蛋白 ϵ 和 γ 的融合蛋白注射液（AAFP）已获得药物临床批件，针对过敏原引起的细胞活化，从源头上阻止细胞释放导致过敏疾病的炎性介质，从而“根”治过敏疾病，具有临床优势。

公司在研储备品种较多，有望在未来成为公司新的利润增长点，为公司基业长青奠定坚实基础。

（三）试水医疗服务，外延预期强烈

公司近年外延并购进展顺利，分别在 2013-2015 年以 1.96 亿、0.51 亿、1.12 亿、4.77 亿收购安泰药业 70% 股权、金沙医院 90% 股权、锦瑞制药 57% 股权、大连德泽 53% 股权。其中金沙医院根据我们草根调研结果，尽管在 2015 年受到门口修地铁影响，但在 2015 年仍然能有一定盈利，公司在肿瘤、骨科、心血管具备优势资源，有望在未来打造强专科医院。公司在医疗服务大方向上的定位是“服务医疗”，公司深耕医药行业多年，掌握丰富的医院医生资源，有望在医疗领域有所突破，打开新的增量空间。

同时，公司现在可动用现金约有 4 亿，并与长城、华融共同设立了康景并购基金，结合公司近年外延并购的进展来看，我们认为公司外延式发展有望快速推动，预期强烈，值得期待。

3. 公司估值与投资建议

预计 2016-2017 年 EPS 分别为 0.49、0.58 元，对应 PE24、20 倍，公司销售能力较强，并且核心品种参芎、玻璃酸钠均有望持续稳定增长，榄香烯整合后有望在公司的销售体系内实现快速增长，拉动公司整个内生实现较为快速增长，同时，公司外延发展值得期待。公司现已解禁的一年期增发价为 14.51 元，与现有股价形成倒挂，值得重点关注。首次覆盖，给予“推荐”评级。

4. 风险提示

参芎、玻璃酸钠受降价影响；榄香烯销售不及预期

主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	167.31	1957.43	2459.12	2987.09	3496.99
营业收入增长率	15.17%	1069.96%	25.63%	21.47%	17.07%
净利润（百万元）	3.37	251.03	325.60	391.90	467.12
净利润增长率	105.54%	7350.94%	29.71%	20.36%	19.19%
EPS（元）	0.00	0.31	0.41	0.49	0.58
P/E	2799	38	29	24	20
P/B	1908.0	9.6	7.2	5.6	4.4
EV/EBITDA	197.36	10.02	6.70	5.32	4.10

资料来源：中国银河证券研究部

附表 1: 公司财务报表 (百万元)

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	38	122	386	690	703	营业收入	167	1957	2459	2987	3497
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	132	289	384	484	565
应收账款	83	532	924	845	1,226	营业税金及附加	2	31	39	48	56
预付款项	5	57	-2	72	9	销售费用	13	1084	1217	1464	1696
其他应收款	6	139	43	178	81	管理费用	29	223	307	358	420
存货	33	129	98	188	146	财务费用	6	28	94	104	121
长期股权投资	46	86	86	86	86	资产减值损失	5	9	0	0	0
固定资产净额	84	268	300	252	204	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	0	79	0	0	0	投资收益	21	1	0	0	0
无形资产净值	41	30	26	22	18	营业利润	2	294	417	530	639
递延所得税资产	0	0	0	0	0	营业外净收入	1	13	18	0	0
资产总计	341	1808	2221	2688	2830	税前利润	3	306	435	530	639
短期借款	234	435	435	435	0	所得税	0	49	65	79	96
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	106%	7432%	44%	22%	21%
应付账款	58	87	106	137	147	归属母公司净利润	3	251	326	392	467
预收款项	4	10	35	20	44	少数股东损益	0	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.004	0.314	0.407	0.490	0.584
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.004	0.314	0.407	0.490	0.584
其他应付款	40	154	154	154	154	指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	成长性					
长期借款	0	56	56	56	56	收入增长率	15%	1070%	26%	21%	17%
长期应付款	0	27	27	27	27	净利润增长率	106%	7351%	30%	20%	19%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	122%	3548%	37%	19%	17%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	盈利能力					
负债合计	336	814	857	874	472	毛利率	21%	85%	84%	84%	84%
所有者权益合计	5	994	1,364	1,815	2,358	净利率	2%	13%	15%	15%	16%
现金流量表 (百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EBITDA/营业收入	11%	19%	21%	20%	20%
净利润	3	257	370	450	543	ROE (摊薄)	68%	26%	25%	23%	22%
折旧与摊销		30	56	56	52	ROIC	6%	133%	27%	31%	33%
经营活动现金流	-3	206	269	319	447	估值指标					
投资活动现金流	4	-437	15	0	0	P/E	2798.85	37.56	28.96	24.06	20.19
融资活动现金流	9	300	-21	-14	-434	P/S	56.36	4.82	3.83	3.16	2.70
净现金流	10	69	263	305	13	P/B	1907.98	9.61	7.22	5.55	4.35
期初现金余额		146	122	386	690	EV/EBITDA	197.36	10.02	6.70	5.32	4.10
期末现金余额		122	386	690	703	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn