

榄香烯持续发力，医疗服务外延可期

- **业绩总结:** 2015年公司实现营业收入24.6亿元,同比增长25.6%;扣非利润3.1亿元,同比增长28.4%;归母净利润3.24亿元,同比增长29.1%;每股收益0.41元,分配预案为每10股送现金1元(含税),并每10股转增1股。
- **核心品种稳定增长,榄香烯持续发力。**公司2015年实现收入同比增速达25%,其中核心品种参芎和玻尿酸钠表现优异,同比增速分别达8%和17%左右。2015年两品种分别新中标3和6省市,我们预计2016年同比增速有望达到10%和20%。以榄香烯和脑心宁为代表的二线品种增速较高,其中榄香烯在浙江地区弃标的情况下,实现收入增速30%,今年恢复销售后收入有望超过4亿,增速超60%。而口服中成药脑心宁有望延续快速成长态势,维持30%的增长。整体看我们认为在榄香烯的带动下,公司2016年整体收入增速有望超过15%。
- **在研品种储备丰富,中长期发展动力十足。**公司积极通过研发投入、参股和对外合作等手段,积极布局中长期发展核心品种。1、公司研发资金投入同比增加40%,研发人员同比增加67%,报告期内已有18个品种取得了临床批件;同时引进的全新抗肿瘤脂质体产品JZC23也已成功申报至CFDA。2、公司参股了景泽生物、上海科新和杭州嘉伟,布局了数十项前沿的优质化药、生物药和高端医疗器械。3、公司与上海药物所合作搭建了脂质体的研发平台,同时在美国新泽西州设立高端仿制药实验室,落地公司国际化战略。
- **涉足医疗服务,外延发展可期。**公司顺应国家鼓励社会资本进入医疗服务领域的政策趋势,在2014年完成了对成都金沙医院的全资控股,近期又在云南设立骨科中心医院,大力试水医疗服务。在公司医疗健康服务事业集群的战略的指导下,公司已设立了上海华俞医疗投资管理有限公司为公司总体规划主体及未来医疗健康服务领域投资拓展的平台,积极向医疗健康领域迈进。我们认为公司在医疗服务方面的外延式发展有望快速推动,值得期待。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.49元、0.58元和0.67元,对应PE分别为26倍、22倍和19倍。考虑到公司潜力品种呈高增长态势,同时布局高端生物药和医疗服务等领域,中长期成长动力十足,故首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 子公司整合或不达预期的风险、核心产品招标或大幅降价的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2459.04	2834.59	3331.00	3847.27
增长率	25.63%	15.27%	17.51%	15.50%
归属母公司净利润(百万元)	324.10	392.85	467.25	536.41
增长率	29.11%	21.21%	18.94%	14.80%
每股收益EPS(元)	0.41	0.49	0.58	0.67
净资产收益率ROE	16.46%	14.20%	14.45%	14.23%
PE	32	26	22	19
PB	4.54	3.23	2.76	2.37

数据来源: Wind, 西南证券

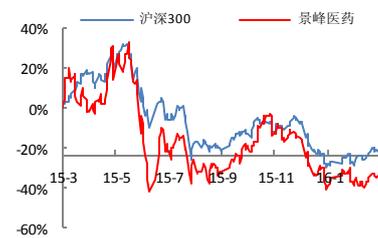
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	8
流通A股(亿股)	4.3
52周内股价区间(元)	11.32-27
总市值(亿元)	102.13
总资产(亿元)	34.43
每股净资产(元)	2.72

相关研究

关键假设:

1、公司核心品种参芎葡萄糖注射液由于终端医院开发还有很大空间，我们预计 2016-2018 该产品的收入增速分别为 10%、9%、8%;

2、公司骨科用玻璃酸钠注射液属于大品种,预计在 2016-2018 的收入增速分别为 20%、18%、16%。

3、公司榄香烯为大品种抗肿瘤植物药，今年在浙江市场复销后，预计在 2016-2018 的收入增速分别为 65%、40%、30%。

4、公司潜力品种脑心宁属于口服制剂，体量较小，我们预计在 2016-2018 的收入增速分别为 30%、25%、20%。

表 1: 景峰医药业务拆分盈利预测

单位: 百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计: 营业收入	1,957.43	2,459.04	2,834.59	3,331.00	3,847.27
yoy	1069.96%	25.63%	15.27%	17.51%	15.50%
合计: 营业成本	289.09	463.52	539.97	641.66	747.54
毛利率	85.23%	81.15%	80.95%	80.74%	80.57%
注射剂					
收入	1658.58	2083.67	2,474.89	2,878.76	3,298.37
yoy	31.3%	25.6%	18.78%	16.32%	14.58%
成本	207.55	299.91	395.98	460.60	527.74
毛利率	87.49%	85.61%	84.00%	84.00%	84.00%
其中: 佰塞通					
收入	1,330.00	1,440.00	1,584.00	1,726.56	1,864.68
yoy		8.27%	10.00%	9.00%	8.00%
其中: 佰备					
收入	308	360.00	432.00	509.76	591.32
yoy		16.88%	20.00%	18.00%	16.00%
其中: 榄香烯					
收入	190	247	407.55	570.57	741.74
yoy		30.00%	65.00%	40.00%	30.00%
其中: 其他					
收入		36.67	51.34	71.87	100.62
yoy			40.00%	40.00%	40.00%
固体制剂					
收入	258.73	274.62	357.01	448.18	542.83
yoy	92.6%	6.1%	30.00%	25.54%	21.12%
成本	71.52	106.22	142.80	179.27	217.13
毛利率	72.36%	61.32%	60.00%	60.00%	60.00%
其中: 心脑宁					

单位: 百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	161.00	245.00	318.50	398.13	477.75
yoy			30.00%	25.00%	20.00%
其中: 其他					
收入		29.62	38.51	50.06	65.08
yoy			30.00%	30.00%	30.00%
原料药					
收入	6.02	1.8	2.70	4.05	6.08
yoy	106.5%	-70.0%	50.00%	50.00%	50.00%
成本	2.64	0.78	1.19	1.78	2.67
毛利率	56.15%	56.67%	56.00%	56.00%	56.00%

数据来源: 公司公告、西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2459.04	2834.59	3331.00	3847.27	净利润	370.19	448.72	533.70	612.69
营业成本	463.52	539.97	641.66	747.54	折旧与摊销	48.94	45.87	45.87	45.87
营业税金及附加	38.48	41.54	50.63	58.07	财务费用	47.76	17.93	7.92	6.48
销售费用	1221.39	1417.30	1665.50	1923.64	资产减值损失	10.84	12.00	15.00	18.00
管理费用	264.12	311.81	349.75	403.96	经营营运资本变动	-421.80	-282.29	-128.72	-228.63
财务费用	47.76	17.93	7.92	6.48	其他	36.44	-8.60	-16.70	-17.72
资产减值损失	10.84	12.00	15.00	18.00	经营活动现金流净额	92.37	233.64	457.07	436.70
投资收益	2.83	0.00	0.00	0.00	资本支出	-429.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-306.98	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-736.44	0.00	0.00	0.00
营业利润	415.75	494.04	600.54	689.58	短期借款	81.45	-516.45	0.00	0.00
其他非经营损益	17.95	15.63	16.53	16.14	长期借款	104.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	433.70	509.68	617.07	705.72	股权融资	868.37	463.08	0.00	0.00
所得税	63.51	60.95	83.37	93.03	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	370.19	448.72	533.70	612.69	其他	-105.36	-18.04	-7.92	-6.48
少数股东损益	46.09	55.87	66.45	76.28	筹资活动现金流净额	949.26	-71.41	-7.92	-6.48
归属母公司股东净利润	324.10	392.85	467.25	536.41	现金流量净额	305.19	162.23	449.15	430.22
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	519.71	681.95	1131.09	1561.31	成长能力				
应收和预付款项	1251.03	1510.37	1721.38	2003.10	销售收入增长率	25.63%	15.27%	17.51%	15.50%
存货	160.90	184.04	221.04	257.51	营业利润增长率	41.61%	18.83%	21.56%	14.83%
其他流动资产	1.94	2.24	2.63	3.03	净利润增长率	43.81%	21.21%	18.94%	14.80%
长期股权投资	231.86	231.86	231.86	231.86	EBITDA 增长率	45.55%	8.86%	17.30%	13.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	483.86	445.29	406.72	368.15	毛利率	81.15%	80.95%	80.74%	80.57%
无形资产和开发支出	759.22	752.87	746.53	740.18	三费率	62.35%	61.63%	60.74%	60.67%
其他非流动资产	34.11	33.15	32.20	31.24	净利率	15.05%	15.83%	16.02%	15.93%
资产总计	3442.65	3841.77	4493.45	5196.40	ROE	16.46%	14.20%	14.45%	14.23%
短期借款	516.45	0.00	0.00	0.00	ROA	10.75%	11.68%	11.88%	11.79%
应付和预收款项	279.92	255.22	335.18	385.85	ROIC	20.79%	17.81%	19.24%	20.70%
长期借款	160.80	160.80	160.80	160.80	EBITDA/销售收入	20.84%	19.68%	19.64%	19.28%
其他负债	237.03	265.61	303.63	343.21	营运能力				
负债合计	1194.21	681.63	799.61	889.87	总资产周转率	0.92	0.78	0.80	0.79
股本	336.71	799.79	799.79	799.79	固定资产周转率	8.29	9.28	12.48	16.85
资本公积	1024.54	1024.54	1024.54	1024.54	应收账款周转率	5.01	4.09	4.19	4.24
留存收益	812.30	1205.15	1672.40	2208.81	存货周转率	3.20	3.10	3.13	3.10
归属母公司股东权益	2173.66	3029.49	3496.74	4033.15	销售商品提供劳务收到现金营业收入	93.93%	—	—	—
少数股东权益	74.78	130.65	197.10	273.38	资本结构				
股东权益合计	2248.44	3160.14	3693.84	4306.53	资产负债率	34.69%	17.74%	17.79%	17.12%
负债和股东权益合计	3442.65	3841.77	4493.45	5196.40	带息债务/总负债	56.71%	23.59%	20.11%	18.07%
					流动比率	1.99	5.20	5.35	5.75
					速动比率	1.83	4.80	4.96	5.36
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	512.45	557.85	654.33	741.94	每股收益	0.41	0.49	0.58	0.67
PE	31.51	26.00	21.86	19.04	每股净资产	2.81	3.95	4.62	5.38
PB	4.54	3.23	2.76	2.37	每股经营现金	0.12	0.29	0.57	0.55
PS	4.15	3.60	3.07	2.65	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	8.65	17.33	14.09	11.85					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn