

以岭药业 (002603)

推荐

行业：中药

中药品种增速稳健，国际制剂业务潜力巨大

根据近日发布的业绩快报，2016年公司实现营业收入38.07亿元，同比增幅19.53%；归母净利润5.42亿元，同比增幅25.98%，EPS 0.48元，业绩基本符合预期。

投资要点：

✧ **中药产品丰富，重点品种增速稳健。**公司在络病理论指导下研发专利中药，产品研发基础强，涵盖多个大病种领域，梯队完整、品种丰富。心脑血管独家品种（通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊）与抗感冒品种（连花清瘟胶囊）均已进入国家医保与国家基药目录（芪苈强心胶囊除外，属地方增补基药），是中药领域的领导品牌。参考2016Q3增长情况，我们预计16年通心络胶囊收入增幅约10%，参松养心胶囊约19%，芪苈强心胶囊35%-40%，连花清瘟胶囊约20%；心脑血管品种合计收入约25.8亿元，连花清瘟约7.2亿元。总体来看，公司重点品种中标价维护较好，随着学术推广的深入与零售渠道的拓展，预计未来1-2年整体将保持20%左右的复合增速。二线品种养正消积胶囊、津力达颗粒已进入国家医保与地方基药增补目录，增长潜力大。

✧ **国际制剂业务稳步推进，市场空间巨大。**公司国际制剂业务发展战略为“转移加工—国际注册—专利新药”三步走。在此战略指导下，转移加工方面，公司已完成20多个产品转移，年产量20多亿片；国际注册方面，化药方面公司已申报FDA的5个自有ANDA产品预计在2016-2017年陆续审批，公司计划在2017年完成所有ANDA产品的申报，中药方面连花清瘟胶囊已获FDA批准进入II期临床，如研发进展顺利，有望于2017年结束II期临床，于2018年结束III期临床，于2019年申请FDA注册；专利新药方面，化药1.1类新药苯胺洛芬及注射液正在开展II期临床，化药1.1类新药芬乐胺及片正在开展I期临床。总体来看，公司国际制剂业务进展顺利，后续配合公司建立的美国自营销售网络，直接对接几大主流零售终端，届时国际制剂业务有望迅速放量。

✧ **积极布局大健康板块，以岭健康城结合以岭电商，实现线上线下营销网络的全覆盖，有望推动公司产品销售进入快车道。**

✧ **投资建议：**我们预计公司16-18年EPS分别为0.48/0.60/0.72元，对应PE分别为36.64/29.74/24.68倍，首次覆盖给予推荐评级。给予2017年34倍PE，对应目标价20.40元。

✧ **风险提示：**重点中药品种销售增速不达预期，新药研发风险

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：夏璐

S0960116080070

0755-88320849

xialu@china-invs.cn

6-12个月目标价： 20.40

当前股价： 17.72

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	1,128
流通股本(百万股)	893
总市值(亿元)	200
流通市值(亿元)	158
成交量(百万股)	10.65
成交额(百万元)	186.04

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3185	3807	4568	5482
收入同比(%)	9%	20%	20%	20%
归属母公司净利润	430	545	672	810
净利润同比(%)	21%	27%	23%	20%
毛利率(%)	63.4%	65.0%	65.5%	66.0%
ROE(%)	8.9%	10.1%	11.3%	12.2%
每股收益(元)	0.38	0.48	0.60	0.72
P/E	46.42	36.64	29.74	24.68
P/B	4.15	3.71	3.36	3.01
EV/EBITDA	29	24	20	17

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2322	3082	3811	4718
现金	431	522	568	674
应收账款	335	363	446	536
其它应收款	134	154	199	266
预付账款	127	164	199	252
存货	1038	1332	1765	2237
其他	258	547	634	753
非流动资产	3385	3351	3236	3146
长期投资	3	3	3	3
固定资产	2518	2515	2461	2386
无形资产	358	355	349	341
其他	506	478	423	417
资产总计	5707	6433	7047	7865
流动负债	707	872	925	1045
短期借款	50	50	50	50
应付账款	373	449	525	614
其他	284	373	349	381
非流动负债	172	166	168	169
长期借款	0	0	0	0
其他	172	166	168	169
负债合计	880	1038	1093	1214
少数股东权益	12	12	12	12
股本	1128	1128	1128	1128
资本公积	1691	1691	1691	1691
留存收益	2131	2564	3123	3820
归属母公司股东权益	4816	5383	5942	6639
负债和股东权益	5707	6433	7047	7865

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	132	230	220	324
净利润	427	545	672	810
折旧摊销	166	198	212	224
财务费用	0	-16	-19	-22
投资损失	-6	-10	-10	-9
营运资金变动	-437	-513	-632	-683
其它	-18	25	-3	5
投资活动现金流	-105	-175	-81	-127
资本支出	478	151	100	117
长期投资	367	-1	0	0
其他	740	-25	19	-10
筹资活动现金流	2	36	-94	-91
短期借款	50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	564	0	0	0
资本公积增加	-542	0	0	0
其他	-70	36	-94	-91
现金净增加额	29	91	46	107

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	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3185	3807	4568	5482
营业成本	1164	1332	1576	1864
营业税金及附加	40	47	56	68
营业费用	1160	1428	1713	2072
管理费用	342	394	471	565
财务费用	0	-16	-19	-22
资产减值损失	-15	-8	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	10	10	9
营业利润	499	640	790	955
营业外收入	16	0	0	0
营业外支出	16	0	0	0
利润总额	499	640	790	955
所得税	73	95	119	145
净利润	427	545	672	810
少数股东损益	-4	0	0	0
归属母公司净利润	430	545	672	810
EBITDA	665	822	984	1156
EPS (元)	0.38	0.48	0.60	0.72

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	9.0%	19.5%	20.0%	20.0%
营业利润	21.7%	28.3%	23.5%	20.8%
归属于母公司净利润	21.4%	26.7%	23.2%	20.5%
获利能力				
毛利率	63.4%	65.0%	65.5%	66.0%
净利率	13.5%	14.3%	14.7%	14.8%
ROE	8.9%	10.1%	11.3%	12.2%
ROIC	9.5%	10.7%	12.0%	13.0%
偿债能力				
资产负债率	15.4%	16.1%	15.5%	15.4%
净负债比率	5.68%	4.82%	4.58%	4.12%
流动比率	3.28	3.53	4.12	4.51
速动比率	1.82	2.01	2.21	2.37
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.63	0.68	0.74
应收账款周转率	11	11	11	11
应付账款周转率	3.75	3.24	3.23	3.27
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.48	0.60	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.20	0.20	0.29
每股净资产(最新摊薄)	4.27	4.77	5.27	5.89
估值比率				
P/E	46.42	36.64	29.74	24.68
P/B	4.15	3.71	3.36	3.01
EV/EBITDA	29	24	20	17

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,中国中投证券研究总部首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

夏璐,中国中投证券研究总部医药行业分析师，北京大学金融学硕士

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，旨在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