

景峰医药 (000908)

证券研究报告

2017年03月03日

榄香烯增长空间巨大, 17 年营收拐点和估值提升预期

参芎葡萄糖和玻璃酸钠 16 年受招标影响, 17 年稳步回升

为化药批件的参芎葡萄糖 16 年预计收入 12 亿, 占比公司营收近 46%, 由于受中药注射剂和辅助用药大环境影响, 拉低公司整体估值。16 年同比下降 10% 左右, 其中招标价格下降 2-3%, 弃标福建致量下降 8% 左右。目前参芎葡萄糖 17 年总共有 27 个省份的地方医保, 较 16 年增加 2 个, 并且福建有望重新谈判进入, 预计 17 年同比增长 10% 左右。公司玻璃酸钠市场占有率第一, 16 年营收预计 3 亿左右, 受招标价格下降因素影响同比下降 10% 左右, 17 年公司逐渐提高该品种的自营比率, 预计增速 10% 左右。

新医保目录落地利好多个品种, 榄香烯成长空间打开

公司共有 17 个品种在 17 版医保目录中, 其中新进及增加适应症 4 个: 榄香烯注射液及口服乳、独家品种镇痛活络酊、培美曲塞。榄香烯唯一竞争者为石药, 其为普通水针, 销售额 16 年预计过亿; 公司有两个剂型, 且都为脂质体, 具有通过血脑屏障的优势; 09 版医保仅纳入癌性胸腹水适应症, 09-16 年公司逐步获得 14 个省份的 7 个适应症解限, 17 版全国医保共纳入 6 个适应症; 16 年预计营收 4 个亿, 全国医保适应症扩大的利好叠加公司成功销售艾迪注射液及康莱特注射液的强大销售队伍, 预计三年过 10 亿。镇痛活络酊 16 年预计销售 2 亿左右, 目前处于成长期, 17 年预计增长 20%。

二线品种形成榄香烯为龙头的肿瘤用药产品线群, 18 年预计营收超过参芎葡萄糖, 估值提升在路上

公司目前产品线格局为一线低估值品种参芎葡萄糖, 二线品种主要为高估值、增长快的玻璃酸钠、榄香烯、心脑宁、镇痛活络酊等。公司整合现有肿瘤品种及调整销售考核, 逐渐形成龙头为榄香烯、辅助培美曲塞、伊利替康、奥沙利铂、吉西他滨、异环磷酰胺等的肿瘤用药产品线, 并且预计公司将利用外延手段丰富肿瘤产品线。17 年、18 年预计二线品种收入分别为 13.8 亿、18.6 亿, 18 年将超过参芎葡萄糖的营收, 估值提升成为可能。

公司研发线重点布局心脑血管和肿瘤用药, 重点关注孙公司海南锦瑞

公司目前拥有 5 个研发机构, 布局生物药、高端剂型的化药 (脂质体、微球等), 进展最快的是心脑血管和肿瘤用药: 缬沙坦氨氯地平片、替罗非班、法舒地尔处于生产批件在审; 厄洛替尼、吉非替尼、达沙替尼、伊马替尼等处于生产批件在审。

估值评级

公司一二线产品格局明显, 目前一线品种营收恢复在即, 二线品种增长迅速; 新进医保打开榄香烯的成长空间, 带动形成强势的肿瘤产品线群; 预计 18 年估值提升在路上。预计 16-18 年 EPS 为 0.41、0.52、0.64 元, 对应 PE 为 25 倍、20 倍、16 倍, 给予 17 年 25 倍估值, 对应第一目标价 13 元, 首次给予买入评级。

风险提示: 招标降价持续、榄香烯增长速度低于预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,957.43	2,459.04	2,632.09	3,125.45	3,849.55
增长率(%)	1,070.00	26.00	7.00	19.00	23.00
EBITDA(百万元)	349.35	505.24	471.45	600.59	729.58
净利润(百万元)	251.03	324.10	357.87	456.53	563.34
增长率(%)	7,351.00	29.00	10.00	28.00	23.00
EPS(元/股)	0.29	0.37	0.41	0.52	0.64
市盈率(P/E)	35.64	27.61	25.00	19.60	15.88
市净率(P/B)	9.12	4.12	2.94	2.59	2.28
市销率(P/S)	4.57	3.64	3.40	2.86	2.32
EV/EBITDA	12.20	11.14	17.41	12.44	10.68

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	10.17 元
目标价格	13 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	879.77
流通 A 股股本(百万股)	480.27
A 股总市值(百万元)	8,947.31
流通 A 股市值(百万元)	4,884.38
每股净资产(元)	2.53
资产负债率(%)	38.63
一年内最高/最低(元)	14.04/9.24

作者

肖汉山	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090001	
xiaohanshan@tfzq.com	
杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	214.52	519.71	850.75	1,652.59	1,393.14
应收账款	493.47	669.96	943.12	322.99	1,236.45
预付账款	57.41	165.10	72.53	146.34	155.03
存货	128.62	160.90	170.10	236.42	265.57
其他	177.18	417.91	157.54	315.31	342.72
流动资产合计	1,071.20	1,933.59	2,194.05	2,673.65	3,392.91
长期股权投资	86.43	231.86	231.86	231.86	231.86
固定资产	268.41	324.82	394.63	457.18	502.35
在建工程	78.99	159.05	131.43	126.86	106.11
无形资产	29.58	70.87	67.18	63.48	59.79
其他	379.19	722.46	706.12	707.53	708.05
非流动资产合计	842.60	1,509.06	1,531.22	1,586.91	1,608.17
资产总计	1,913.80	3,442.65	3,725.27	4,260.56	5,001.08
短期借款	435.00	516.45	0.00	0.00	0.00
应付账款	240.35	307.76	370.67	440.33	576.80
其他	122.50	145.45	152.47	136.89	191.14
流动负债合计	797.85	969.66	523.14	577.22	767.94
长期借款	56.00	160.80	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	65.91	63.75	44.53	58.06	55.45
非流动负债合计	121.91	224.55	44.53	58.06	55.45
负债合计	919.76	1,194.21	567.67	635.28	823.39
少数股东权益	12.85	74.78	112.55	173.77	245.23
股本	275.43	336.71	879.77	879.77	879.77
资本公积	217.46	1,024.54	1,024.54	1,024.54	1,024.54
留存收益	705.66	1,836.84	2,165.27	2,571.73	3,052.69
其他	(217.35)	(1,024.44)	(1,024.54)	(1,024.54)	(1,024.54)
股东权益合计	994.04	2,248.44	3,157.60	3,625.28	4,177.69
负债和股东权益总	1,913.80	3,442.65	3,725.27	4,260.56	5,001.08

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	257.42	370.19	357.87	456.53	563.34
折旧摊销	30.23	48.94	21.50	25.72	29.26
财务费用	28.57	49.84	24.12	(8.73)	(10.62)
投资损失	(1.04)	(2.83)	(8.24)	(8.24)	(8.24)
营运资金变动	4.23	(334.42)	121.75	383.15	(782.30)
其它	(113.48)	(39.36)	39.76	62.25	73.08
经营活动现金流	205.93	92.37	556.75	910.69	(135.48)
资本支出	611.73	699.48	79.23	66.46	52.62
长期投资	40.78	145.43	0.00	0.00	0.00
其他	(1,089.51)	(1,581.35)	(130.98)	(138.22)	(94.37)
投资活动现金流	(437.00)	(736.44)	(51.76)	(71.76)	(41.76)
债权融资	536.00	677.25	15.00	20.00	11.67
股权融资	12.54	820.61	519.72	9.90	11.30
其他	(248.69)	(548.60)	(708.68)	(66.99)	(105.17)
筹资活动现金流	299.85	949.26	(173.96)	(37.09)	(82.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	68.78	305.19	331.03	801.84	(259.44)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,957.43	2,459.04	2,632.09	3,125.45	3,849.55
营业成本	289.09	463.52	567.21	689.81	858.51
营业税金及附加	31.17	38.48	35.72	47.03	56.80
营业费用	1,084.46	1,221.39	1,263.40	1,437.71	1,770.79
管理费用	223.26	264.12	315.85	375.05	461.95
财务费用	28.26	47.76	24.12	(8.73)	(10.62)
资产减值损失	8.63	10.84	8.20	9.22	9.42
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.04	2.83	8.24	8.24	8.24
其他	(2.08)	(5.66)	(16.48)	(16.48)	(16.48)
营业利润	293.59	415.75	425.84	583.59	710.94
营业外收入	16.40	20.28	12.98	16.56	16.61
营业外支出	3.90	2.34	2.56	2.93	2.61
利润总额	306.09	433.70	436.26	597.22	724.94
所得税	48.68	63.51	38.63	78.44	88.52
净利润	257.42	370.19	397.63	518.78	636.42
少数股东损益	6.39	46.09	39.76	62.25	73.08
归属于母公司净利润	251.03	324.10	357.87	456.53	563.34
每股收益(元)	0.29	0.37	0.41	0.52	0.64

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	1069.96%	25.63%	7.04%	18.74%	23.17%
营业利润	11837.04%	41.61%	2.43%	37.05%	21.82%
归属于母公司净利润	7350.94%	29.11%	10.42%	27.57%	23.40%
获利能力					
毛利率	85.23%	81.15%	78.45%	77.93%	77.70%
净利率	12.82%	13.18%	13.60%	14.61%	14.63%
ROE	25.58%	14.91%	11.75%	13.23%	14.33%
ROIC	133.81%	30.62%	17.29%	21.67%	31.15%
偿债能力					
资产负债率	48.06%	34.69%	15.24%	14.91%	16.46%
净负债率	6.48%	7.53%	-0.09%	-8.22%	-24.83%
流动比率	1.34	1.99	4.19	4.63	4.42
速动比率	1.18	1.83	3.87	4.22	4.07
营运能力					
应收账款周转率	6.76	4.23	3.26	4.94	4.94
存货周转率	24.19	16.99	15.90	15.38	15.34
总资产周转率	1.74	0.92	0.73	0.78	0.83
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.37	0.41	0.52	0.64
每股经营现金流	0.23	0.10	0.63	1.04	-0.15
每股净资产	1.12	2.47	3.46	3.92	4.47
估值比率					
市盈率	35.64	27.61	25.00	19.60	15.88
市净率	9.12	4.12	2.94	2.59	2.28
EV/EBITDA	12.20	11.14	17.41	12.44	10.68
EV/EBIT	13.25	12.14	18.24	12.99	11.13

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com