

以岭药业 股票代码：002603.SZ

业绩增长平稳，等待制剂出口突破

事项：

公司8月24日晚间发布2017年度半年报。报告期内，公司实现营业收入22.45亿元，同比增长9.06%；同时实现归母净利润3.39亿元，同比增长12.17%，若考虑非经常损益影响，公司扣非后归母净利润为3.42亿元，同比增长11.86%。

主要观点

1. 中标价维护较好，料二次议价影响较大

报告期内，公司实现营业收入22.45亿元，同比增长9.06%；分季度看，公司二季度实现销售收入9.30亿元，同比增长0.11%，环比增长-29.28%。我们统计了公司重点品种在全国各地的最新中标情况，整体上价格维护较好，从2016年到2017年7月底，没有出现突破全国最低价的中标价；但考虑到目前各地集中采购和二次议价已经蔚然成风，我们同时查询了近期北京医药阳光采购综合管理平台上公司重点品种在各大医院的采购情况，都较北京2013年中标价格有进一步下调，预计这个情况在全国各地也会比较常见。基于以上情况，我们认为公司二季度营业收入环比下降主要是二次议价带来的影响，而随着集中采购和二次议价在全国各地的不断落地，公司营业收入在未来继续承压的可能性较大。但从盈利能力看，报告期内公司毛利率、销售费用率、管理费用率和净利率分别为68.07%、38.55%、9.70%和14.93%，与去年全年基本处于持平状态，同时应收账款周转率也与去年同期相仿，说明公司盈利水平并未受到二次议价的影响，预计全年有望进一步保持。

2. 先行ANDA产品注册有望年内落地，医保新进品种空间较大

公司口服制剂出口业务发展迅速，通过专利药、非专利药的国际注册，目前公司产品已经出口到东南亚及欧美二十多个国家，面向海外的销售收入同比增长71.20%；同时，公司ANDA项目研发工作也在顺利推动中，目前已有7个产品申报注册，包括抗肿瘤、抗病毒、降压及避孕等诸多大病种领域，预计部分品种有望在今年下半年先行获批，配合公司年产200亿片（粒）的国际制剂车间全面竣工和美国以岭获得全部50个州的药品销售许可，口服制剂出口业务有望成为公司未来新的业绩增长点。而在国内方面，公司目前有7个独家品种入选2017版国家医保目录，其中新进的面向老年人前列腺疾病的夏荔芪胶囊未来发展空间较大。

3. 投资建议：

我们预计公司2017-2019年实现营业收入43.26亿元、49.90亿元和58.45亿元，实现归母净利润6.11亿元、6.96亿元和8.12亿元，对应

目标价：-RMB

当前股价：16.8RMB

投资评级 推荐

评级变动 首次评级

证券分析师



证券分析师：邱旻

执业编号：S0360516050002
电话：010-65500912
邮箱：qiumin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	120,463
流通A股/B股(万股)	91,178/-
资产负债率(%)	14.2
每股净资产(元)	5.7
市盈率(倍)	35.49
市净率(倍)	3.8
12个月内最高/最低价	19.46/15.24

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

每股收益 0.51 元、0.58 元和 0.67 元，相应 PE33 倍、29 倍和 25 倍，考虑公司现代中药制剂龙头地位和制剂出口业务带来广阔发展空间，我们首次覆盖给予“推荐”评级。

4. 风险提示：

二次议价影响大于预期；制剂出口业务推进低于预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	534	880	1,028	1,848
应收票据	349	349	349	349
应收账款	482	545	629	737
预付账款	59	67	77	90
存货	922	1,044	1,204	1,410
其他流动资产	181	181	181	181
流动资产合计	2,526	3,066	3,468	4,615
其他长期投资	328	328	328	328
长期股权投资	29	29	29	29
固定资产	2,465	2,339	2,696	2,949
在建工程	262	506	506	0
无形资产	354	354	354	354
其他非流动资产	286	286	286	286
非流动资产合计	3,724	3,842	4,199	3,946
资产合计	6,250	6,908	7,667	8,561
短期借款	100	100	100	100
应付票据	0	0	0	0
应付账款	308	348	402	471
预收款项	99	113	130	152
其他应付款	104	104	104	104
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	129	129	129	129
流动负债合计	741	795	865	956
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	177	177	177	177
非流动负债合计	177	177	177	177
负债合计	918	972	1,042	1,134
归属母公司所有者权益	5,322	5,933	6,628	7,440
少数股东权益	11	4	-4	-13
所有者权益合计	5,333	5,937	6,625	7,427
负债和股东权益	6,250	6,908	7,667	8,561

现金流量表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	656	697	736	834
现金收益	758	823	905	1,056
存货影响	116	-122	-160	-206
经营性应收影响	-238	-72	-94	-121
经营性应付影响	-88	54	71	91
其他影响	107	14	14	14
投资活动现金流	-571	-344	-572	6
资本支出	-225	-344	-572	6
股权投资	-27	0	0	0
其他长期资产变化	-319	0	0	0
融资活动现金流	19	-7	-16	-20
借款增加	50	0	0	0
财务费用	-6	-7	-16	-20
股东融资	-31	0	0	0
其他长期负债变化	5	0	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,820	4,326	4,990	5,845
营业成本	1,288	1,458	1,682	1,970
营业税金及附加	73	83	96	112
销售费用	1,434	1,624	1,873	2,194
管理费用	397	449	518	607
财务费用	6	7	16	20
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	624	705	805	941
营业外收入	23	23	23	23
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	638	719	819	955
所得税	102	115	131	152
净利润	536	604	688	803
少数股东损益	-6	-7	-8	-9
归属母公司净利润	542	611	696	812
NOPLAT	528	598	690	808
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.51	0.58	0.67

主要财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	20.0%	13.3%	15.3%	17.1%
EBIT 增长率	31.3%	13.3%	15.3%	17.1%
归母净利润增长率	25.9%	12.7%	13.9%	16.7%
获利能力				
毛利率	66.3%	66.3%	66.3%	66.3%
净利率	14.0%	14.0%	13.8%	13.7%
ROE	10.2%	10.3%	10.5%	10.9%
ROIC	10.6%	11.2%	11.4%	11.0%
偿债能力				
资产负债率	14.7%	14.1%	13.6%	13.2%
债务权益比	5.2%	4.7%	4.2%	3.7%
流动比率	341.1%	385.9%	400.8%	482.6%
速动比率	216.6%	254.5%	261.6%	335.1%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收帐款周转天数	45	45	45	45
应付帐款周转天数	86	86	86	86
存货周转天数	258	258	258	258
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.51	0.58	0.67
每股经营现金流	0.54	0.58	0.61	0.69
每股净资产	4.42	4.92	5.50	6.18
估值比率				
P/E	37	33	29	25
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	24	22	20	17

生物医药组分析师介绍

医药组组长、首席分析师：张文录

吉林大学和军事医学科学院理学硕士。曾任职于华润双鹤、中富投资、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

首席分析师：宋凯

北京化工大学工学硕士。曾任职于天相投资、中邮证券、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

分析师：邱旻

日本东京大学药学学士和技术经营战略学硕士。曾任职于日本 ABeam 咨询、博云投资、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

分析师：孙渊

中国药科大学理学硕士。曾任职于西京医院、默沙东投资有限公司。2016 年加入华创证券研究所。

分析师：李明蔚

上海交通大学医学博士。曾任职于上海市瑞金医院。2016 年加入华创证券研究所。

助理分析师：刘宇腾

中国人民大学金融硕士。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	刘蕾	销售经理	010-63214683	liulei@hcyjs.com
	申涛	销售经理	010-63214683	shentao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-63214683	duboya@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	朱妍	销售助理	0755-82027731	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572597	wutianyu@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500