

增持 首次

天一科技 (000908)

2015年01月30日

股票价格

1月30日收盘价	15.75元
6个月内目标价	18.4元
52周内股价波动	9.71-18.20元

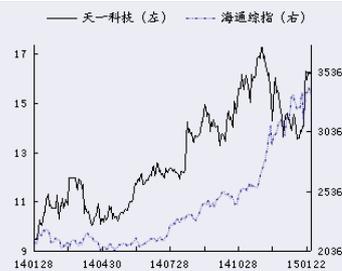
主要估值指标

	2014	2015E	2016E
市盈率	46.05	34.45	23.97
市净率	11.78	6.51	5.12
市销率	5.91	4.15	3.06
EVEBITDA	33.74	23.51	17.27

股本结构

总股本(万股)	73850.98
流通A股(万股)	28000.00
B股/H股(万股)	0.00/0.00

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

相关研究

医药行业分析师

周锐

SAC 执业证书编号:

S0850513110003*

电话: 0755-82780398

Email: zr9459@htsec.com

刘宇

SAC 执业证书编号:

S0850512010001

电话: 021-23219608

Email: liuy4986@htsec.com

余文心

SAC 执业证书编号:

S0850513110005

电话: 0755-82780398

Email: ywx9461@htsec.com

适者生存，产品为王

天一科技重组为景峰制药后已经成为医药处方药为主业的公司，参芎葡萄糖、玻璃酸钠注射液过去支撑了公司快速成长；展望未来，心脑血管宁胶囊、榄香烯将成为公司的后续增长的强大推动力；在新产品的推动下公司具备了未来3年持续快速成长的能力。

主要财务数据及预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润增长率(%)	-322.41	85.65	33.68	43.70	24.08
主营业务利润率(%)	84.79	85.23	86.20	86.27	85.92
净资产收益率(%)	17.44	25.58	18.90	21.36	20.95
每股收益(元)	0.79	0.34	0.46	0.66	0.82

资料来源: 2013-2014 年年报, 海通证券研究所

- 处方药已经成为公司主业，未来将聚焦心脑血管、肿瘤、骨科三大领域。经过非公开增发收购资产，天一科技主业已经成为处方药为主的公司。公司未来将聚焦心脑血管、肿瘤、骨科三大领域。
- 佰塞通(参芎葡萄糖注射液)仍处于快速成长状态。公司最大产品佰塞通过去几年保持高速增长 2011-2012 年增速在 100% 以上，2013 年和 2014 年上半年增速均超过 40%，年销售收入已经突破 10 亿，预计未来仍处于快速增长状态。
- 心脑血管宁胶囊和榄香烯系列产品是公司未来几年增长最主要推动力。

心脑血管宁胶囊是心脑血管领域独家品种，属于公司子公司景诚制药，目前处于高速增长期，2014 年我们估计销售额过亿，未来空间有望超过佰塞通；

榄香烯注射液和榄香烯口服乳是公司刚刚收购德泽药业的产品，属于有专利保护的脂质体药物，在抗肿瘤领域具备巨大潜力空间，将成为公司在肿瘤领域的最大品种，2013 年榄香烯注射液销售额已经达到 1.58 亿，榄香烯口服乳也还有巨大市场拓展空间，预计未来该系列产品有可能成为公司最大的产品。

- 适者生存，产品为王。景峰制药的营销模式充分适应国内处方药销售的现状，公司通过积极并购，弥补了产品线的不足，保证了未来几年的增长，同时公司也已经投资介入创新药的研发，具备了长期持续增长能力。
- 盈利预测与投资建议。我们预测 15-17 年公司归属于母公司净利润增速为 33.68%、43.70% 和 24.08%；在不考虑未来非公开增发摊薄的前提下，按目前总股本 7.39 亿计算，EPS 为 0.46 元、0.66 元和 0.82 元。综合 PE 和 PEG 估值，目标价 18.4 元，对应 2015 年 40 倍 PE，首次给予“增持”评级。
- 主要不确定因素。1、处方药降价；2、中药注射剂受压制；3、增发摊薄。

目 录

1. 公司的股权结构和经营架构	4
2. 公司的产品结构——参芎葡萄糖目前最大.....	5
3. 佰塞通（参芎葡萄糖注射液）仍处于快速增长态势	6
3.1 参芎葡萄糖终端增长态势	6
3.2 景峰制药佰塞通增长情况	6
3.3 参芎葡萄糖的竞争情况	7
4. 潜力品种分析	8
4.1 玻璃酸钠注射液——四家企业势均力敌.....	9
4.2 心脑宁胶囊（景诚制药）	10
4.3 榄香烯（金港药业）	11
5. 持续发展能力分析	12
5.1 新产品研发——不乏重磅产品	12
5.2 外延并购——关键是成长空间	13
6. 盈利预测和估值分析	14
6.1 业绩预测.....	14
6.2 估值	15
7. 不确定因素	16
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1 景峰制药的经营架构.....	4
图 2 景峰制药产品构成（2013 年）.....	5
图 3 参芎葡萄糖注射液市场份额占有率变化.....	6
图 4 佰塞通（参芎葡萄糖）历年收入和增长率.....	7
图 5 景峰制药和四长制药参芎葡萄糖中标价情况.....	7
图 6 佰备（玻璃酸钠注射液）历年收入和增长率.....	9
图 7 玻璃酸钠注射液市场份额（2012 年）.....	10
图 8 心脑宁历年销量和增长率.....	11

表目录

表 1 景峰制药新增股份到账后的十大股东	4
表 2 参芎葡萄糖注射剂主要竞争品种中标价与日用药金额	8
表 3 景峰制药在产产品情况	8
表 4 新收购德泽药业（全资控股金港药业）在产产品	9
表 5 佰备（玻璃酸钠注射液）主要竞争对手情况	10
表 6 榄香烯主要竞争对手情况	11
表 7 景峰制药主要在研产品	12
表 8 景峰制药近年并购情况	13
表 9 天一科技（景峰制药）主营业务盈利预测假设	14
表 10 天一科技（景峰制药）利润表预测（万元）	15
表 11 国内同行业 A 上市公司价值评估	15

1. 公司的股权结构和经营架构

天一科技本次通过增发收购资产后主业将以景峰制药为主体，公司股权也会因此而发生变化，新增股份后，叶湘武为控股股东，长城资产为第二大股东，公司核心管理层刘华、简卫光、李彤等均有股份。

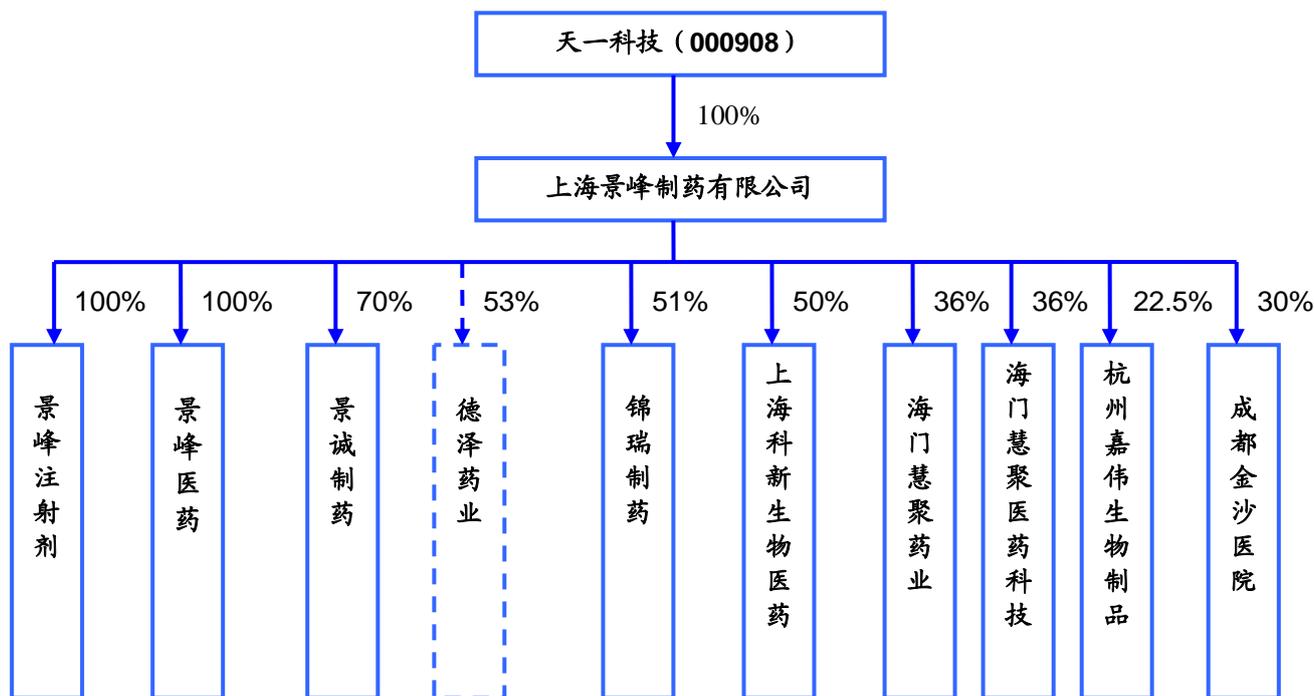
表 1 景峰制药新增股份到账后的十大股东

股东	公司或个人背景	股份数量 (万股)	股份占比 (%)
叶湘武	景峰制药董事长兼总经理	14648	19.83
长城资产	国有独资	14335	19.41
张慧	叶湘武配偶	3084	4.18
叶高静	叶湘武女儿	3084	4.18
刘华	景峰制药副总经理	3084	4.18
简卫光	景峰制药副总经理	3084	4.18
李彤	景峰制药副总经理	3084	4.18
维梧百通	股权投资 (维梧)	2390	3.24
南海成长	股权投资 (同创伟业)	2360	3.20
维梧睿璟	股权投资 (维梧)	1866	2.53

资料来源：公司发行股份购买资产报告书，海通证券研究所

景峰制药各子公司中景峰注射剂是最主要的生产基地，景峰医药销售参茸葡萄糖注射液的销售公司，景诚制药是 2013 年公司收购的公司，主导产品为心脑血管等；锦瑞制药是 2014 年公司收购的子公司，1 月 27 日晚公司又公告收购了大连德泽药业 53% 股权。目前除了以上公司外，公司还参股了科新生物医药、海门汇聚、杭州嘉伟、成都金沙医院等。

图 1 景峰制药的经营架构



资料来源：公司发行股份购买资产报告书，收购大连德泽药业 53% 股权的公告，海通证券研究所

2. 公司的产品结构——参芎葡萄糖目前最大

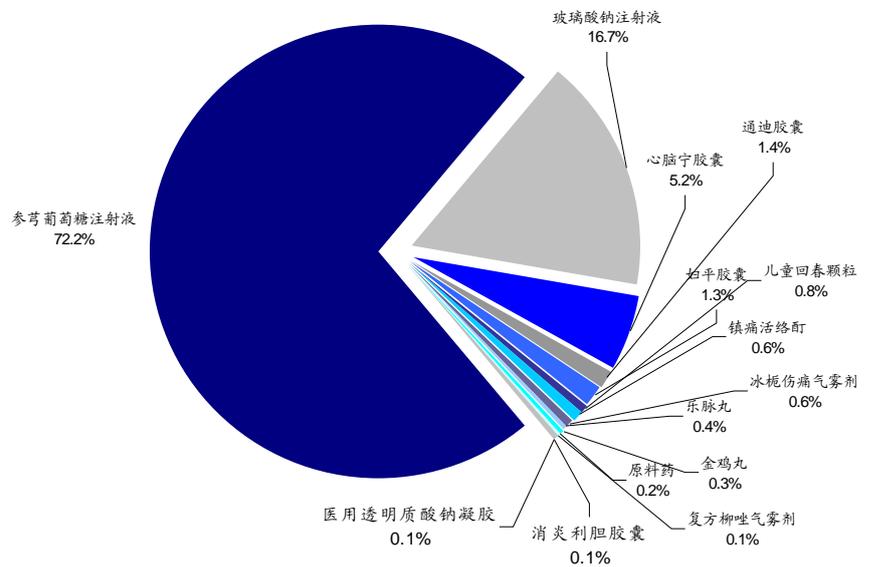
景峰制药最大的产品为参芎葡萄糖注射液，该产品 2013 年占公司收入比重为 72.2%，是公司最主要的收入来源，该产品为公司子公司景峰注射剂生产；

第二大产品为玻璃酸钠注射液占公司收入比重为 16.7%，该产品为景峰制药上海的生产基地生产；

第三大产品为心脑宁占公司收入比重为 5.2%，是公司 2013 年收购的公司景诚制药（安泰药业）最大的产品；

公司其余还有十余个品种，但占公司收入比重均不到 2%。

图 2 景峰制药产品构成（2013 年）



资料来源：公司发行股份购买资产报告书，海通证券研究所

3. 佰塞通（参芎葡萄糖注射液）仍处于快速增长态势

佰塞通（参芎葡萄糖注射液）是 2003 年 1 月由地方标准升级为国家标准的产品，产品批准文号为国药准字 H52020703，产品含盐酸川芎嗪 100mg，丹参素 20mg，剂型为 100ml 规格大容量注射剂，是一个具有化学药品批文的天然药物品种，不同于一般的中药注射剂。主要用于临床闭塞型脑血管疾病及其他缺血性血管疾病，并在皮肤、消化、肾病、肿瘤、呼吸和骨科等领域均有广泛应用。

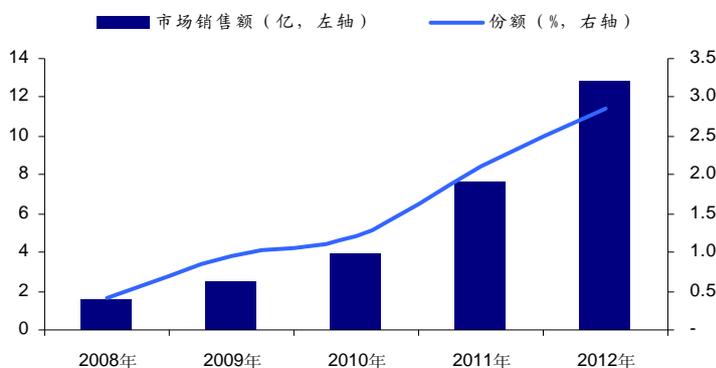
目前参芎葡萄糖注射液除了景峰制药之外，还有吉林四长制药（四环医药控股集团成员）有生产批文，四长有 100ml 和 50ml 两个规格；此外贵州拜特和吉林四长的丹参川芎嗪与参芎葡萄糖也有一定的竞争关系。从大的范围来讲，在心脑血管领域的产品血栓通、丹红、血塞通等与参芎葡萄糖有间接的竞争关系。

3.1 参芎葡萄糖终端增长态势

从终端数据来看，景峰的参芎葡萄糖注射液产品占心脑血管注射液的市场份额逐年攀升，2008-2012 年从 0.41% 上升到 2.86%，在心脑血管中药注射剂中 2012 年排名第 7（根据 2013 年 9 月 30 日披露的贵州景峰注射剂有限公司股东全部权益价值评估说明）。

2013 年我们根据米内网数据库查询，参芎葡萄糖注射液占城市医院心血管类中药处方药份额为 3.52%，在该类药物中份额处于第 7 位。其中景峰制药佰塞通占参芎葡萄糖注射液的份额为 89.57%，2014 年为 80.78%。

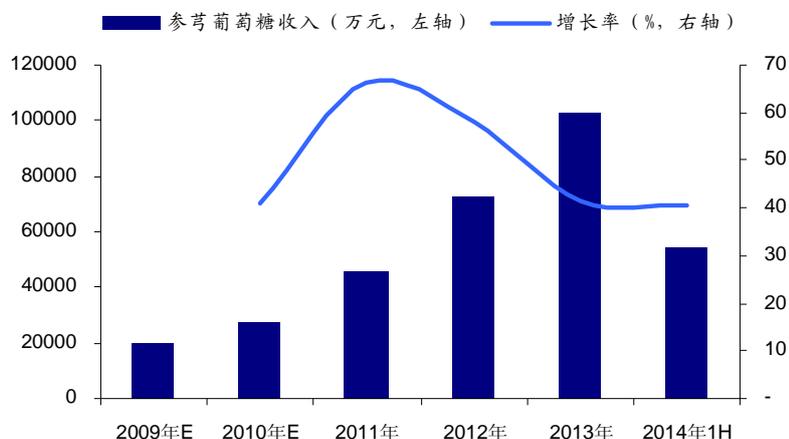
图 3 参芎葡萄糖注射液市场份额占有率变化



资料来源：贵州景峰注射剂有限公司股东全部权益价值评估说明，海通证券研究所

3.2 景峰制药佰塞通增长情况

从景峰制药自身数据来看，佰塞通近年来保持高速增长，历年增速均在 40% 以上，2014 年年报中未披露产品增速，但从历史数据看 2014 年上半年增速也达到了 40.6%。

图 4 佰塞通（参芎葡萄糖）历年收入和增长率


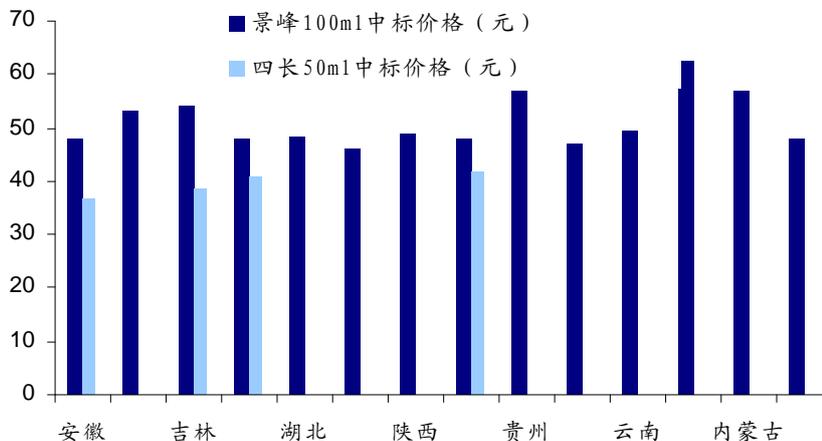
资料来源：公司发行股份购买资产报告书，海通证券研究所

经过多年的耕耘，景峰的参芎葡萄糖注射液已经在 29 个省中标，截止 2013 年底进入 25 个省的医保目录，可以报销的有 27 个省，目前只有北京、上海等地尚未进入地方医保；已经进入 19 个省的新农合目录。

截止 2013 年底，参芎葡萄糖覆盖县级以上医院 6322 家，目前看参芎葡萄糖按终端价格计算的销售额 2013 年已经达到 20 亿，2014 年按增长 40% 估算，终端销售额达到 28 亿，基数变大之后增速有可能放缓。

3.3 参芎葡萄糖的竞争情况

佰塞通（参芎葡萄糖）主要与四环医药控股集团旗下的四长制药的参芎葡萄糖有直接竞争关系，2014 年佰塞通占参芎葡萄糖的份额为 80.78%，四长制药的参芎葡萄糖注射剂占份额为 19.22%。

图 5 景峰制药和四长制药近 2 年参芎葡萄糖中标价情况


资料来源：米内网，海通证券研究所

从近年各省中标情况来看，佰塞通为 100ml 剂型，四长制药虽然有两个剂型，但未查到 100ml 有中标，只查到 50ml 规格中标。景峰和四长中标价格中值分别为 48.62 元和 39.64 元。

我们根据各省中标价格按顺加 15% 得出终端消费价格，同时根据说明书日用量推算出佰塞通及主要竞争对手的日用药金额。比较下来，景峰制药的佰塞通日用药金额处于中等位置。

此外，竞争对手中血栓通和血塞通为基药品种，其他产品部分进入基药增补，佰塞通目前基本未在基药市场销售。

表 2 参芎葡萄糖注射剂主要竞争品种中标价与日用药金额

产品名称	规格	日用药金额(元)	日最高用药金额(元)	中标价(元, 不完全统计, 取中值)
丹参多酚酸盐	50mg	263.6	NA	57.3
疏血通	2ml	121.4	161.8	35.2
参芎葡萄糖(四长)	50ml	88.8	177.6	38.6
血栓通	250mg	57.3	114.5	49.8
佰塞通(景峰)	100ml	55.9	111.8	48.6
血塞通(昆药)	400mg	54.5	NA	47.4
丹红	10ml	46.8	280.7	40.7
丹参川芎嗪(拜特)	5ml	45.4	90.8	39.5

资料来源：米内网，海通证券研究所

4. 潜力品种分析

目前景峰制药除了参芎葡萄糖注射液之外，在产的产品还有玻璃酸钠注射液、心脑血管宁胶囊等后续品种，公司收购报告书显示镇痛活络酊、心脑血管宁胶囊、通迪胶囊、妇平胶囊、冰棍伤痛气雾剂、复方柳唑气雾剂为独家品种，金鸡丸我们检索药监局网站，目前也只有景峰注射剂 1 家生产，竞争品种主要有金鸡胶囊等。

表 3 景峰制药在产产品情况

产品名称	所属公司	治疗领域	国内生产厂家数量	医保情况	基药情况	销售规模(万) (20141H)
参芎葡萄糖注射液	景峰注射剂	心脑血管	2	26 个省份增补医保	贵州基药	54357
玻璃酸钠注射液	景峰制药	骨科	5	国家医保乙类	贵州、上海基药	12331
心脑血管宁胶囊	景诚制药	心脑血管	独家	国家医保乙类	贵州基药	4857
通迪胶囊	景诚制药	肿瘤止痛	独家	广东等 6 省医保	否	1835
妇平胶囊	景诚制药	妇科炎症	独家	广东等 5 省医保	否	1267
儿童回春颗粒	景诚制药	清热解毒	2	天津医保	贵州基药	1010
乐脉丸	景峰注射剂	心脑血管	3	国家医保乙类	贵州基药	963
镇痛活络酊	景峰制药	骨科	独家	15 个省医保增补	否	603
冰棍伤痛气雾剂	景诚制药	外用药	独家	广东等 3 省医保	否	501
金鸡丸	景峰注射剂	妇科炎症	剂型独家	贵州等 3 省医保	否	410
消炎利胆胶囊	景诚制药	肝胆外科	4	国家医保甲类	国家基药	87
复方柳唑气雾剂	景诚制药	皮肤科	独家	广东等 3 省	否	69
注射用克林霉素磷酸酯	锦瑞制药	抗生素	大于 10 家	国家医保甲类	4 省增补基药	NA
注射用单磷酸阿糖腺苷	锦瑞制药	抗病毒	大于 10 家	8 省医保增补	否	NA

资料来源：公司发行股份购买资产报告书，海通证券研究所

1月27日晚公司公告收购了德泽药业(控股金港药业),从而获得了榄香烯注射液及榄香烯口服液两大重磅产品,公司的榄香烯注射液为脂质体剂型独家,目前市场上主要有石药远大(大连)制药的榄香烯注射液,二者名称相同,实际剂型疗效有差别,榄香烯口服液也为独家。

表4 新收购德泽药业(全资控股金港药业)在产产品

产品名称	所属公司	治疗领域	国内生产厂家数量	医保情况	基药情况	销售规模(万) (20141-10月)
榄香烯注射液	金港药业	肿瘤	脂质体剂型独家	国家乙类	否	14478
榄香烯口服液	金港药业	肿瘤	独家	国家乙类	否	1464
血康口服液	金港药业	活血化瘀	11家	否	否	225
精苓口服液	金港药业	儿童多动症	独家	否	否	406

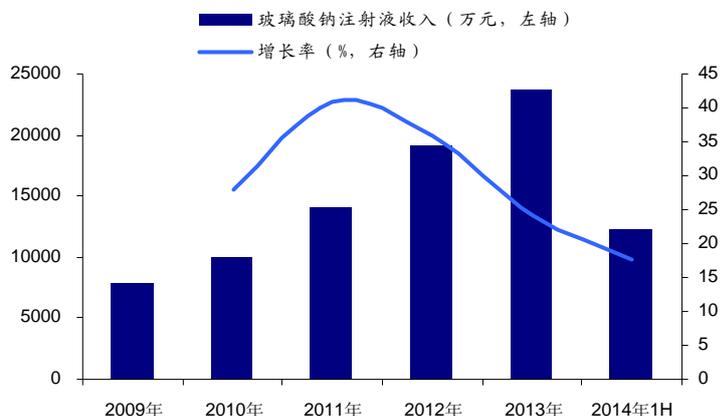
资料来源:收购大连德泽53%股权的公告,海通证券研究所

4.1 玻璃酸钠注射液——四家企业势均力敌

玻璃酸钠注射液为骨科用药,目前有生产批文的还有上海昊海生物科技、西安汉丰、博士伦福瑞达和华熙福瑞达等企业有批文,其中具备生产能力的主要为博士伦福瑞达和上海昊海生物科技和景峰制药3家。

玻璃酸钠近年增速有放缓迹象,从2011年的增速40.8%逐年下降,2013年增速为24%,2014年上半年为17.8%。不过公司有长效玻璃酸钠产品在研,相关产品上市后应该能重回快速增长轨道。

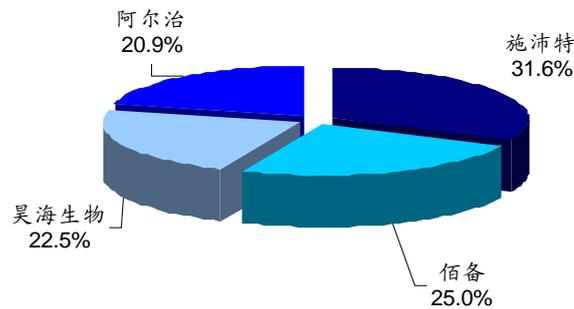
图6 佰备(玻璃酸钠注射液)历年收入和增长率



资料来源:公司发行股份购买资产报告书,上海景峰制药权益价值评估说明,海通证券研究所

玻璃酸钠注射液终端市场除了施沛特(博士伦福瑞达)、佰备(景峰制药)、昊海生物三家国内企业外,还有进口产品阿尔治(日本生化学),2012年数据施沛特最大,其次是景峰。我们检索了2014年城市医院的玻璃酸钠产品数据,结果是阿尔治市场份额最大,其次为博士伦福瑞达,佰备第三,未检索到昊海生物数据。

图7 玻璃酸钠注射液市场份额 (2012年)



资料来源: 上海景峰制药权益价值评估说明, 海通证券研究所

佰备的竞争对手中除了阿尔治为进口产品, 其他均为国产, 营销模式类似, 产品价格也差异不大。在分子量上有一定的差别, 理论上讲, 分子量越大, 网状结构越完整, 所拥有的粘弹性, 润滑, 抑制炎症反应效果越好, 但应该也不是决定性因素。

整体看来, 玻璃酸钠注射液的4家企业处于势均力敌状态, 预计未来需要新产品才能打破这一平衡。

表5 佰备 (玻璃酸钠注射液) 主要竞争对手情况

产品名称	生产厂家	营销模式	规格	零售价 (元)	分子量
阿尔治	日本生化学	昆明贝克诺顿代理	2.5ml:25mg	222	80
施沛特	博士伦福瑞达	自建队伍与招商代理相结合	2ml:20mg/2.5ml:25mg	168/209	180
佰备	景峰制药	自建队伍与招商代理相结合	2.5ml:25mg	190	160
玻璃酸钠注射液	昊海生物	自建队伍与招商代理相结合	2ml/3ml	159/217	150-200

资料来源: 上海景峰制药权益价值评估说明, 昊海生物招股说明书, 米内网, 海通证券研究所

4.2 心脑血管 (景诚制药)

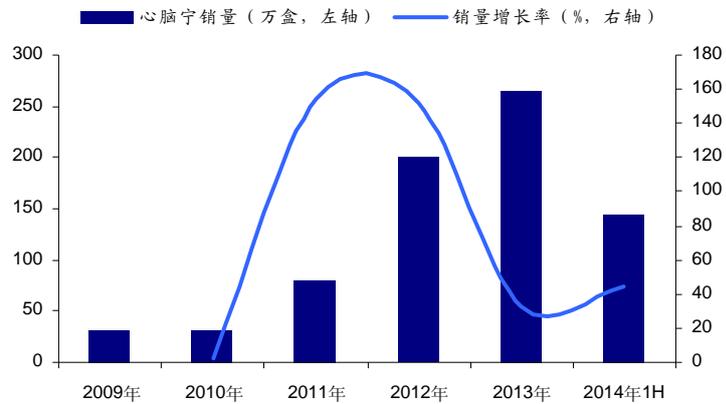
心脑血管为景峰制药 2012 年底收购安泰药业后获得的独家品种, 安泰药业目前更名为景诚制药。

该产品是心脑血管的独家品种, 是地标升级国标的产品, 使用贵州道地药材生产的中成药, 主要原辅材料为银杏叶、大果木姜子、丹参、薤白、小叶黄杨。

因收购前后产品销售模式产生变化, 出厂价格差异较大, 从销售量能较容易看出增长趋势, 整体来看心脑血管在 2011-2012 年销量增速超过 100%, 2013 年增速超过 30%, 2014 年经过景峰营销整合之后, 增长提速, 上半年销售额 4857 万, 增速超过 40%, 全年预计心脑血管销售额过亿。

心脑血管为全国医保乙类产品, 目前覆盖面很小, 未来仍有非常大的空间, 具有成长为上 10 亿产品的潜质。

图 8 心脑宁历年销量和增长率



资料来源：公司发行股份购买资产报告书，安泰药业权益价值评估说明，海通证券研究所

4.3 榄香烯（金港药业）

榄香烯是景峰制药新收购的德泽药业全资子公司金港药业的主要产品，有注射液和口服乳两个剂型，均为脂质体剂型。除金港药业的榄香烯外，石药远大（大连）也有同名产品，但其原料来源为香茅草，而金港药业为温莪术，剂型为水针剂，不同于金港药业产品，目前城市医院终端份额金港药业榄香烯注射液为 91.01%，石药远大仅为 8.99%。

表 6 榄香烯主要竞争对手情况

产品名称	生产厂家	剂型	原料来源	规格	上海中标价（元）	市场份额
榄香烯注射液	金港药业	脂质体	温莪术	100mg:20ml	121.74	91.01%
榄香烯注射液	石药远大(大连)	水针剂	香茅草	200mg:10ml	293.95	8.99%
榄香烯口服乳	金港药业	脂质体	温莪术	200mg:20ml	144.16	NA

资料来源：关于收购大连德泽药业 53% 股权公告，米内网，海通证券研究所

榄香烯是从姜科植物温郁金（温莪术）中提取的抗癌有效成分的单方制剂，主要成分为 β -榄香烯，有少量的 γ 、 δ 榄香烯，其分子结构明确，与紫杉醇类抗肿瘤植物药类似，但没有毒性集团，分子量只有紫杉醇的 1/4，80% 通过肝脏代谢。

目前榄香烯的市场销售额仍然很小，在城市医院肿瘤用药中排在第 29 位，与紫杉醇相比，市场容量有数十倍的可提升空间。

金港药业榄香烯为全国医保乙类产品，2013 年榄香烯注射液销售额 15847 万，2014 年 1-10 月榄香烯注射液销售额 14478 万；榄香烯口服乳 2013 年销售额 1071 万，2014 年 1-10 月销售额 1465 万。

5. 持续发展能力分析

景峰制药在营销上采取最适合自己的方式，自营、代理、招商多种方式混合影响，充分把产品销售规模发挥到极致，适合当前国内处方药销售的现状。

医药企业的发展离不开产品作为依托，近几年产品的重要性进一步凸显。景峰制药早期发展主要依靠参芎葡萄糖注射液和玻璃酸钠注射液两个产品，2013年参芎葡萄糖注射液占公司收入比重高达72.2%，随着单产品规模不断增长，增速将逐步进入平稳增长期，公司能否持续增长至关重要。

目前来看，公司的后续产品目前通过自主研发和外延并购两种方式获得，并已经取得了不错的销售额，心脑血管胶囊和榄香烯注射液将成为公司未来几年最主要的推动力，除此之外，公司也还有一系列的看点。

5.1 新产品研发——不乏重磅产品

景峰制药与四川大学、桑迪亚医药、Carbylan BioSurgery、深圳先进技术研究院、北京协和医院等科研院所合作研发，截止2013年底拥有专利124项，其中发明专利98项。

公司目前在研储备品种数量众多，报生产阶段的有一类新药黄芪甲苷葡萄糖注射液，目前已经完成三期临床，等待批准；同时还有大量的有商业价值的仿制药在报批过程中，特别是锦瑞制药有大量的抗肿瘤仿制药在报批，为公司产品线提供了有益补充。

表7 景峰制药主要在研产品

产品名称	申报主体	主治领域	药品类别	研发进展	排序
黄芪甲苷葡萄糖注射液	景峰制药	冠心病	1类	报生产	NA
厄贝沙坦氢氯噻嗪	锦瑞制药	高血压	6类	药理未启动、药学排队	1251
卡培他滨片	锦瑞制药	肿瘤	6类	药理未启动、药学排队	1664
甲磺酸伊马替尼	锦瑞制药	肿瘤	6类	药理未启动、药学排队	4700
达沙替尼	锦瑞制药	肿瘤	6类	药理未启动、药学排队	6851
盐酸替罗非班氯化钠注射液	贵州景峰注射剂	抗凝药物	6类	药理完成、药学排队	1958
盐酸替罗非班注射液	贵州景峰注射剂	抗凝药物	6类	药理、药学排队	4628
缬沙坦氨氯地平片	上海景峰制药	降压药	6类	药理未启动、药学排队	4648
盐酸法舒地尔注射液	贵州景峰注射剂	缺血性脑血管	6类	药理完成、药学排队	5898
恩替卡韦	景峰制药	乙肝治疗	6类	药理未启动、药学排队	6446
HA发酵原料	景峰制药	HA系列产品原料	NA	已报生产	NA
阿齐沙坦	锦瑞制药	高血压	3.1类	药理、临床、药学排队	2603
AAFP (重组人免疫球蛋白和Fc融合蛋白注射液)	上海科新生物医药技术	过敏性哮喘	生物制品一类,有多国专利	已报临床	NA
交联玻璃酸钠注射液 (HA1)	景峰制药	骨关节炎长效产品	1类	临床前	NA
玻璃酸钠曲安奈德复方注射液 (HA2)	景峰制药	骨关节炎长效产品	1类	临床前	NA
氟比洛芬酯微乳注射液	景峰制药	癌症镇痛	独家	临床前	NA
前列地尔微乳	景峰制药	心脑血管微循环改善	独家剂型	临床前	NA
JZC14	景峰制药	人工合成多糖, 溶栓	NA	临床前	NA
聚乳酸凝胶	景峰制药	预防术后粘连	NA	临床前	NA

资料来源：公司发行股份购买资产报告书，SFDA药品审评中心，检索日期2015年1月28日

5.2 外延并购——关键是成长空间

景峰制药外延并购的主要目的是为了获得重磅产品，再通过自己务实、灵活的销售方式把产品做到极致，目前来看，这种收购策略已经为公司储备了能够支撑未来3年以上快速增长的产品。

从收购的市盈率来看，景峰收购的价格绝不便宜，但从战略的角度，我们认为景峰的收购完全值得，心脑宁、榄香烯都是能够做到10亿、20亿的产品。有足够的增长空间才是最重要的，时间能够很快让收购的价格便宜下来。

表 8 景峰制药近年并购情况

收购标的	收购年份	收 购 金 额 (万)	2013 年收 入 (万)	2013 年利润 (万)	收购市盈率 (倍)	收购的主要价值
安泰药业 70%股权	2013 年 1 月	NA	14212	-3262	NA	获得独家产品心脑宁
锦瑞股份 51%股份	2014 年 8 月	11220	3836	651	33.8	获得一系列肿瘤、心脑血管仿制药
德泽药业 53%股权	2015 年 1 月	47700	17769	4398	20.5	获得榄香烯重磅产品

资料来源：公司发行股份购买资产报告书，关于收购大连德泽药业 53%股权公告，海通证券研究所

6. 盈利预测和估值分析

6.1 业绩预测

假设条件:

- (1) 公司主要产品参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液逐步进入稳定增长期;
- (2) 2014 年新收购的德泽药业 1 季度完成并表;
- (3) 心脑宁、榄香烯等重磅产品高速增长
- (4) 暂不考虑新的收购和新产品上市销售。

表 9 天一科技 (景峰制药) 主营业务盈利预测假设

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
主营业务收入 (万元)	141941	195743	278416	377216	488607	641363
增长率 (%)	877.10	37.90	42.24	35.49	29.53	31.26
主营业务成本 (万元)	21594	28909	38434	51773	68780	92642
主营业务利润 (万元)	120347	166834	239982	325442	419827	548721
毛利率 (%)	84.79	85.23	86.20	86.27	85.92	85.56
分产品预测	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
注射剂收入 (万元)	126339	165858	239841	315041	395345	501470
增长率 (%)		31.28%	44.61%	31.35%	25.49%	26.84%
参芎葡萄糖注射液	102541	132893	170103	212629	255155	306186
榄香烯注射液	15847	21393	32090	57762	86643	129964
玻璃酸钠注射液	23717	30737	35348	40650	46747	53760
其他	81	2228	2300	4000	6800	11560
毛利率 (%)	86.58	87.49	88.00	88.50	88.50	88.50
固体制剂收入 (万元)	13433	25873	38647	62175	93262	139893
增长率 (%)		92.61	21.05	60.88	50.00	50.00
心脑宁胶囊	7408	16149	24547	41730	62595	93893
其他	6025	9724	14100	20445	30667	46000
毛利率 (%)	69.49	72.36	75.00	75.00	75.00	75.00
原料药收入 (万元)	292	602	903	1219	1645	2221
增长率 (%)		106.46	50.00	35.00	35.00	35.00
毛利率 (%)	58.70	56.10	56.00	56.00	56.00	56.00
其他收入 (万元)	1872	2835	5103	7655	11483	17224
增长率 (%)		51.44	21.05	35.00	35.00	35.00
毛利率 (%)	77.57	81.00	80.00	80.00	80.00	80.00

资料来源: WIND, 海通证券研究所

在以上主要假设的基础上, 我们预测 2015-2017 年天一科技 (景峰制药) 归属于母公司净利润分别为 3.36 亿、4.82 亿和 5.98 亿, 归属于母公司净利润增速为 33.68%、43.70%和 24.08%; 在不考虑未来非公开增发摊薄的前提下, 按目前总股本 7.39 亿计算, EPS 为 0.46 元、0.66 元和 0.82 元。

表 10 天一科技（景峰制药）利润表预测（百万）

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	1419.41	1957.43	2784.88	3772.16	4886.07
增速	877.10%	37.90%	42.27%	35.45%	29.53%
成本	215.94	289.09	384.43	517.73	687.80
毛利率	84.79%	85.23%	86.20%	86.27%	85.92%
销售费用	765.43	1084.46	1542.89	2089.87	2707.00
管理费用	199.87	223.26	328.62	445.11	576.56
财务费用	15.42	28.26	24.19	7.95	7.91
投资收益	0.04	1.04	0.00	0.00	0.00
营业利润	196.05	293.59	451.89	642.88	820.52
营业外收入	8.75	16.40	16.40	16.40	16.40
营业外支出	55.54	3.90	29.72	16.81	23.27
利润总额	149.26	306.09	438.58	642.47	813.66
所得税	23.98	48.68	70.10	102.43	129.88
净利润	125.28	257.42	368.48	540.04	683.78
归属于母公司净利润	135.21	251.03	335.59	482.22	598.34
EPS（元）	0.79	0.34	0.46	0.66	0.82

资料来源：WIND，公司 2014 年年报，海通证券研究所

6.2 估值

天一科技（景峰制药）重组后主业为处方药业务，包括中药处方药、化学处方药，未来还有生物药，适用市盈率估值和 PEG 估值。

市盈率估值

我们选择了跟天一科技（景峰制药）业绩存在可比性的公司的 PE 进行了比较，可比公司 2015 年平均市盈率为 29.93 倍。

表 11 国内同行业 A 上市公司价值评估

上市公司	证券代码	主营业务	2015.1.28 收盘价（元）	PE（2015E）
恒瑞医药	600276	化学处方药	41.15	33.40
海思科	002653	化学处方药	23.21	31.91
誉衡药业	002437	处方药	28.74	35.92
益佰制药	600594	中药处方药	37.29	20.87
康缘药业	600557	中药处方药	25.03	26.99
洪城股份	600566	中药处方药	21.81	26.16
京新药业	002020	处方药	19.67	34.26
平均			28.13	29.93

资料来源：海通证券研究所

考虑到天一科技（景峰制药）具有良好的成长性，未来 3 年复合增长率达到 37.3%，远高于行业 15% 左右的利润增速，估值应高于同类公司，按 2015 年 40 倍 PE 考虑，对应股价 18.4 元。

PEG估值

如果采用 PEG 方法定价，公司未来三年的复合增长率高达 37.3%，按照目前市场上医药板块 PEG 普遍大于 1 的情况，我们考虑可以按 PEG=1.2 对公司进行估值，据此考虑，公司的当前合理价位应当为 18.67 元。

综合考虑以上两种估值方式，我们保守的采取其中的低者，按 2015 年 40 倍市盈率估计，公司目标价 18.4 元，给予增持评级。

7. 不确定因素

- (1) 处方药面临整体降价的行业性风险；
- (2) 中药类公司目前整体市场折价；
- (3) 公司拟增发 1.31 亿股，募集资金 8.89 亿元尚未完成，届时对公司每股收益将有所摊薄。

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2014	2015E	2016E	2017E
P/E	46.05	34.45	23.97	19.32
P/B	11.78	6.51	5.12	4.05
P/S	5.91	4.15	3.06	2.37
EV/EBITDA	33.74	23.51	17.27	13.61

偿债能力指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债权益比率	0.48	0.17	0.15	0.14
借款/股东权益	0.94	0.21	0.19	0.17
已获利息倍数	11.29	26.90	26.90	104.27
流动比率	1.34	4.89	5.91	6.95
速动比率	1.18	4.29	5.21	6.16
现金比率	0.11	0.10	0.12	0.17

盈利能力指标 (%)	2014	2015E	2016E	2017E
毛利率	85.23	86.20	86.27	85.92
息税摊销折旧利润率	17.99	18.14	18.24	17.86
净利润率	12.82	12.05	12.78	12.25
净资产收益率	25.58	18.90	21.36	20.95
资产回报率	13.12	15.34	17.35	16.99
投资回报率	21.37	23.74	25.97	27.44

经营效率指标 (%)	2014	2015E	2016E	2017E
应收帐款周转天数	6.16	6.21	6.10	5.97
存货周转天数	2.24	2.57	2.58	2.56
总资产周转率	1.24	1.36	1.52	1.55
固定资产周转率	7.82	9.03	9.85	11.09

盈利增长 (%)	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入增长率	37.90	42.27	35.45	29.53
主营利润增长率	49.75	53.92	42.26	27.63
EBIT 增长率	52.20	47.92	36.70	27.29
EBITDA 增长率	48.65	43.50	36.16	26.87
净利润增长率	85.65	33.68	43.70	24.08

利润表 (百万)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1957.43	2784.88	3772.16	4886.07
营业成本	289.09	384.43	517.73	687.80
营业利润	293.59	451.89	642.88	820.52
营业费用	1084.46	1542.89	2089.87	2707.00
管理费用	223.26	328.62	445.11	576.56
利润总额	306.09	438.58	642.47	813.66
EBIT	321.85	476.09	650.82	828.43
折旧摊销	30.23	29.16	37.14	44.41
EBITDA	352.08	505.25	687.96	872.84
投资收益	1.04	0.00	0.00	0.00
营业外收支净额	12.50	-13.32	-0.41	-6.86
所得税	48.68	70.10	102.43	129.88
少数股东损益	6.39	32.89	57.82	85.43
归属于母公司的净利润	251.03	335.59	482.22	598.34
基本每股收益 (元)	0.34	0.46	0.66	0.82

资产负债表 (百万)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	214.52	214.52	342.50	598.67
应收款项	493.47	692.79	944.67	1219.57
存货	128.62	171.04	230.34	306.01
流动资产	1071.20	1406.77	1961.78	2703.12
固定资产	268.41	348.15	417.66	463.78
总资产	1913.80	2187.86	2779.81	3520.82
应付帐款	86.71	115.31	155.29	206.30
流动负债	797.85	287.94	332.22	389.18
长期借款	56.00	56.00	56.00	56.00
长期负债	121.91	78.89	86.53	86.79
总负债	919.76	366.83	418.74	475.97
少数股东权益	12.85	45.74	103.56	189.00
股东权益	981.19	1775.28	2257.51	2855.85
付息负债	491.00	56.99	56.00	56.00
每股净资产 (元)	1.34	2.42	3.08	3.89

现金流量表 (百万)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	257.42	368.48	540.04	683.78
折旧摊销	30.23	29.16	37.14	44.41
营运资金变动	-116.91	-402.26	-395.73	-443.10
经营活动现金流	205.93	12.36	208.37	305.55
固定资产投资	0.00	50.00	50.00	50.00
无形资产投资	-120.49	28.54	28.54	28.54
长期股权投资	-44.28	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-437.00	34.97	-71.46	-41.46
长期贷款增加	11.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	0.00	0.00	0.00	0.00
循环贷款增加	285.00	-434.01	-0.99	0.00
融资活动现金流	299.85	-47.33	-8.93	-7.91
期末现金余额	233.46	214.52	342.50	598.67
每股经营性现金流 (元)	0.28	0.02	0.28	0.42

资料来源: WIND, 公司 2013-2014 年年报, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

医药行业：周锐、刘宇、余文心

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：迪安诊断、东阿阿胶、复星医药、国药一致、瑞康医药、上海医药、国药股份、双鹭药业、长春高新、通化东宝、智飞生物、天坛生物、达安基因、嘉事堂等

投资评级说明

类别	评级	说明	
1. 投资评级的比较标准			
	投资评级分为股票评级和行业评级		
	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；		
	2. 投资建议的评级标准		
		报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；	
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；	
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；	
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；	
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；	
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；	
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长 (021) 23219403 luying@htsec.com
 高道德 副所长 (021) 63411586 gaodd@htsec.com
 姜超 副所长 (021) 23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 所长助理 (021) 23219422 kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com 顾潇啸(021)23219394 gx8737@htsec.com 联系人 王丹(021) 23219885 wd9624@htsec.com 于博(021) 23219820 yb9744@htsec.com 固定收益研究团队 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com 李宁(021)23219431 lin@htsec.com 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com 联系人 张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com	金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com 朱剑涛(021)23219745 zhujt@htsec.com 张欣慰(021)23219370 zwx6607@htsec.com 曾逸名(021)23219773 zym6586@htsec.com 纪锡靓(021)23219948 jxl8404@htsec.com 联系人 杜灵(021)23219760 dg9378@htsec.com 余浩淼(021) 23219883 yhm9591@htsec.com 沈泽承(021) 23212067 szc9633@htsec.com 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com	金融产品研究团队 单开佳(021)23219448 shankj@htsec.com 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com 罗震(021)23219326 luozh@htsec.com 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com 孙志远(021)23219443 szy7856@htsec.com 陈亮(021)23219914 cl7884@htsec.com 陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com 伍彦妮(021)23219774 wyn6254@htsec.com 桑柳玉(021)23219686 sly6635@htsec.com 陈韵骋(021)23219444 cych6613@htsec.com 田本俊(021)23212001 tbj8936@htsec.com 联系人 冯力(021)23219819 fl9584@htsec.com 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
--	---	--

策略研究团队 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com 汤慧(021)23219733 tangh@htsec.com 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com 刘瑞(021)23219635 lr6185@htsec.com 李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com 张华恩(021)23212212 zhe9642@htsec.com	中小市值团队 钮宇鸣(021)23219420 ynm@htsec.com 何继红(021)23219674 hejh@htsec.com 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com	政策研究团队 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
---	--	---

批发和零售贸易行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 李宏科(021)23219671 lhk6064@htsec.com 路颖(021)23219403 luying@htsec.com 潘鹤(021)23219423 panh@htsec.com	石油化工行业 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com 王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com	非银行金融行业 丁文韬(021)23219944 dtw8223@htsec.com 吴绪越(021)23219947 wxy8318@htsec.com 王维逸(021)23212209 ww9630@htsec.com
--	--	--

电力设备及新能源行业 周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com 牛品(021)23219390 np6307@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com	有色金属行业 钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com 刘博(021)23219401 liub5226@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
---	--	--

机械行业 龙华(021)23219411 longh@htsec.com 徐志国(010)58067934 xzg9608@htsec.com 熊哲颖(021)23219407 xzy5559@htsec.com 联系人 韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com 赵晨(010)58067988 zc9848@htsec.com	医药行业 周锐(0755)82780398 zr9459@htsec.com 余文心(0755)82780398 ywx9460@htsec.com 刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com 王威(0755)82780398 ww9461@htsec.com 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com	建筑工程行业 赵健(021)23219472 zhaoj@htsec.com 张显宁(021)23219813 zxn6700@htsec.com 联系人 金川(021)23219957 jc9771@htsec.com
--	---	--

计算机行业 陈美凤(021)23219409 chenmf@htsec.com 蒋科(021)23219474 jiangk@htsec.com 王秀钢(010)58067934 wxg8866@htsec.com	房地产业 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com 贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 马浩博(021)23219822 mh6614@htsec.com 联系人 戚珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
--	--	--

汽车行业 邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com 廖瀚博(0755)82900477 lhb9781@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 夏木(021)23219748 xiam@htsec.com 联系人 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com	社会服务业 林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com
--	--	---

银行业 林媛媛(0755)23962186 王宇轩(021)23219383	lyy9184@htsec.com wyx9965@htsec.com	基础化工行业 曹小飞(021)23219267 张 瑞(021)23219634	caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com	建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 周 煜(021)23219972	qyf9878@htsec.com zy9445@htsec.com
交通运输行业 虞 楠(021)23219382 姜 明(021)23212111	yun@htsec.com jm9176@htsec.com	家电行业 陈子仪(021)23219244 宋 伟(021)23219949	chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com	通信行业 徐 力(010)58067940	xl9312@htsec.com
纺织服装行业 焦 娟(021)23219356 唐 苓(021)23212208	jj9604@htsec.com tl9709@htsec.com	电子行业 董瑞斌(021)23219816 陈 平(021)23219646	drb9628@htsec.com cp9808@htsec.com	造纸轻工行业 曾 知(021)23219473	zz9612@htsec.com
互联网及传媒行业 张杰伟(021)23219775 联系人 王幽悠(021)23212210	zjw9915@htsec.com wyy9632@htsec.com	煤炭行业 朱洪波(021)23219438	zhb6065@htsec.com	公用事业 联系人 张一弛(021)23219402 韩佳蕊(021)23212259	zyc9637@htsec.com hjr9753@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 董事总经理
 (021)63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 董事副总经理
 (021)23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 邓 欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com
 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
 黄 毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
 朱 健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
 黄 慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com
 孙 明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
 黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 杨 洋(021)23219281 yy9938@htsec.com

北京地区销售团队

赵 春 (010)58067977 zhc@htsec.com
 隋 巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
 江 虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
 杨 帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com
 张 楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com
 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
 杨 博 (010)58067996 yb9906@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
 电话: (021)23219000
 传真: (021)23219392
 网址: www.htsec.com