

香雪制药 (300147.SZ)

与 Phynova 合作，推进中药国际化

核心观点:

● 投资 500 万英镑，与 Phynova 开展天然药物非处方药合作

公司 2015 年 10 月 21 日与英国 Phynova Group Ltd 签订《投资意向备忘录》，向其投资 500 万英镑，与其开展在天然药物非处方药领域，欧洲市场的研发、审批、注册和产业化方面的合作。本备忘录签订后，双方将就合作具体事宜进一步探讨和论证，后续也将成立专门的项目团队进行调研工作。

● Phynova 开发成功首例获英国官方批准的中草药产品

①2004 年欧盟颁布《传统植物药注册程序指令》规定，药企需提供至少 30 年（包括欧盟地区至少 15 年）的使用历史，才可以通过简易注册后以药品身份正式登陆欧盟市场。英国 2011 年开始实施欧盟规定，中成药产品必须要拿到产品的注册执照才能上市，2014 年 4 月 30 日起全面禁售未注册的草药制品。②2015 年 3 月，Phynova JointandMuscleReliefTablets（凡诺华缓解关节肌肉疼痛片）成为首个获英国药品及保健品管理署（MHRA）批准发售的中药产品。该药片的活性成分为猪苓，在中国被称为“猪膏草”，临床中主要用于治疗包括类风湿关节炎引起的疼痛。

● 与 Phynova 的合作有助于香雪中成药现代化、国际化的推进

香雪于 2015 年 6 月份向英国药管局提交了用于缓解感冒及流感的板蓝根产品注册申请，并收到其下发的《药品注册申请受理通知书》，成为首家按照欧盟指令要求申报中成药的中国药企。鉴于 Phynova 有首例产品获批的成功经验，与其合作有助于公司中药国际化的布局，拓展欧洲市场的业务范围，增强公司后续发展动力。若通过发达国家认证，也有助于板蓝根的国内招标，收获 10 亿级的大品种。

● 预计 15-17 年业绩分别为 0.35 元/股、0.50 元/股、0.64 元/股

公司传统药品保持稳健增长；饮片外延并购强烈，有望成行业隐形整合者；细胞免疫治疗、小核酸等项目值得期待。我们预计公司 15/16/17 年 EPS 至 0.35/0.50/0.64 元（2014 年 EPS 为 0.30 元），目前股价对应 PE65/45/35 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

外延合作不顺利的风险；细胞免疫治疗、小核酸药物研发风险；

盈利预测:

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,261.11	1,523.98	1,684.61	2,289.73	3,035.12
增长率(%)	57.44%	20.84%	10.54%	35.92%	32.55%
EBITDA(百万元)	277.13	330.67	394.15	533.89	687.73
净利润(百万元)	158.24	196.80	228.57	328.76	422.37
增长率(%)	47.66%	24.36%	16.15%	43.83%	28.47%
EPS（元/股）	0.239	0.298	0.346	0.497	0.639
市盈率（P/E）	93.34	75.06	64.62	44.99	35.02
市净率（P/B）	7.88	7.78	7.65	6.55	5.51
EV/EBITDA	54.81	45.93	38.53	29.02	22.77

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

22.33 元

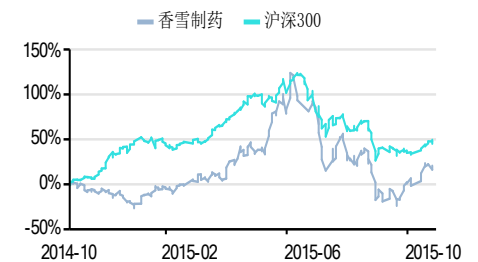
前次评级

买入

报告日期

2015-10-23

相对市场表现



分析师：张其立 S0260515030001



0755-82771936



zql5@gf.com.cn

相关研究:

香雪制药 (300147.SZ)：业绩符合预期，外延并购值得期待 2015-10-15

香雪制药 (300147.SZ)：中期报符合预期，下半年业绩将加速 2015-08-24

香雪制药 (300147.SZ)：发起设立花城银行，金融助力实体 2015-06-25

联系人：吴文华 0755-88286935

wuwenhua@gf.com.cn

资产负债表						单位：百万元						现金流量表						单位：百万元					
至12月31日		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E				2013A	2014A	2015E	2016E	2017E				2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
流动资产		1498	1248	922	1243	1439	经营活动现金流			328	166	583	402	522	经营活动现金流			328	166	583	402	522	
货币资金		761	334	119	136	-33	净利润			171	217	254	365	472	净利润			171	217	254	365	472	
应收及预付		501	622	574	788	1048	折旧摊销			43	71	69	87	106	折旧摊销			43	71	69	87	106	
存货		225	284	229	318	425	营运资金变动			44	-196	211	-79	-92	营运资金变动			44	-196	211	-79	-92	
其他流动资产		11	8	0	0	0	其它			71	73	50	29	36	其它			71	73	50	29	36	
非流动资产		1977	2340	2342	2911	3461	投资活动现金流			-578	-504	-56	-631	-625	投资活动现金流			-578	-504	-56	-631	-625	
长期股权投资		18	53	53	53	53	资本支出			-319	-244	-56	-631	-625	资本支出			-319	-244	-56	-631	-625	
固定资产		914	1223	1533	1899	2245	投资变动			-260	-260	0	0	0	投资变动			-260	-260	0	0	0	
在建工程		390	258	458	658	858	其他			0	0	0	0	0	其他			0	0	0	0	0	
无形资产		647	667	182	186	189	筹资活动现金流			-290	-111	-742	246	-66	筹资活动现金流			-290	-111	-742	246	-66	
其他长期资产		9	139	116	116	116	银行借款			605	962	-555	300	0	银行借款			605	962	-555	300	0	
资产总计		3475	3588	3264	4154	4900	债券融资			-764	-921	-123	0	0	债券融资			-764	-921	-123	0	0	
流动负债		1018	1137	602	827	1101	股权融资			28	1	0	0	0	股权融资			28	1	0	0	0	
短期借款		354	555	0	0	0	其他			-160	-153	-64	-54	-66	其他			-160	-153	-64	-54	-66	
应付及预收		598	496	602	827	1101	现金净增加额			-540	-449	-215	17	-169	现金净增加额			-540	-449	-215	17	-169	
其他流动负债		66	86	0	0	0	期初现金余额			1289	761	334	119	136	期初现金余额			1289	761	334	119	136	
非流动负债		747	580	537	837	837	期末现金余额			749	312	119	136	-33	期末现金余额			749	312	119	136	-33	
长期借款		180	0	0	300	300																	
应付债券		536	537	537	537	537																	
其他非流动负债		31	43	0	0	0																	
负债合计		1765	1717	1139	1664	1938																	
股本		661	661	661	661	661																	
资本公积		843	732	732	732	732																	
留存收益		372	506	537	866	1288																	
归属母公司股东权		1875	1899	1931	2260	2682																	
少数股东权益		105	127	153	189	239																	
负债和股东权益		3744	3744	3223	4112	4859																	
利润表						单位：百万元						主要财务比率											
至12月31日		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E				2013A	2014A	2015E	2016E	2017E				2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
营业收入		1261	1524	1685	2290	3035	成长能力(%)								成长能力(%)								
营业成本		743	889	928	1291	1723	营业收入增长			57.4	20.8	10.5	35.9	32.6	营业收入增长			57.4	20.8	10.5	35.9	32.6	
营业税金及附加		11	12	14	19	25	营业利润增长			41.1	16.7	30.8	47.5	31.4	营业利润增长			41.1	16.7	30.8	47.5	31.4	
销售费用		159	203	240	326	433	归属母公司净利润增长			47.7	24.4	16.1	43.8	28.5	归属母公司净利润增长			47.7	24.4	16.1	43.8	28.5	
管理费用		115	161	177	206	273	获利能力(%)								获利能力(%)								
财务费用		52	50	55	48	57	毛利率			41.1	41.7	44.9	43.6	43.2	毛利率			41.1	41.7	44.9	43.6	43.2	
资产减值损失		5	8	0	0	0	净利率			13.6	14.2	15.1	16.0	15.5	净利率			13.6	14.2	15.1	16.0	15.5	
公允价值变动收益		0	0	0	0	0	ROE			8.4	10.4	11.8	14.5	15.7	ROE			8.4	10.4	11.8	14.5	15.7	
投资净收益		0	6	0	0	0	ROIC			8.8	9.3	12.1	12.9	13.6	ROIC			8.8	9.3	12.1	12.9	13.6	
营业利润		177	207	271	399	525	偿债能力								偿债能力								
营业外收入		21	21	25	30	36	资产负债率(%)			47.1	45.9	35.3	40.5	39.9	资产负债率(%)			47.1	45.9	35.3	40.5	39.9	
营业外支出		4	3	4	5	6	净负债比率			0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	净负债比率			0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	
利润总额		195	225	292	425	555	流动比率			1.47	1.10	1.53	1.50	1.31	流动比率			1.47	1.10	1.53	1.50	1.31	
所得税		24	8	38	59	83	速动比率			1.15	0.75	0.77	0.73	0.53	速动比率			1.15	0.75	0.77	0.73	0.53	
净利润		171	217	254	365	472	营运能力								营运能力								
少数股东损益		13	20	25	37	50	总资产周转率			0.39	0.43	0.49	0.62	0.67	总资产周转率			0.39	0.43	0.49	0.62	0.67	
归属母公司净利润		158	197	229	329	422	应收账款周转率			5.69	4.26	10.43	10.43	10.43	应收账款周转率			5.69	4.26	10.43	10.43	10.43	
EBITDA		277	331	394	534	688	存货周转率			4.20	3.49	4.06	4.06	4.06	存货周转率			4.20	3.49	4.06	4.06	4.06	
EPS（元）		0.24	0.30	0.35	0.50	0.64	每股指标（元）								每股指标（元）								
							每股收益			0.24	0.30	0.35	0.50	0.64	每股收益			0.24	0.30	0.35	0.50	0.64	
							每股经营现金流			0.50	0.25	0.88	0.61	0.79	每股经营现金流			0.50	0.25	0.88	0.61	0.79	
							每股净资产			2.83	2.87	2.92	3.42	4.05	每股净资产			2.83	2.87	2.92	3.42	4.05	
							估值比率								估值比率								
							P/E			93.3	75.1	64.6	45.0	35.0	P/E			93.3	75.1	64.6	45.0	35.0	
							P/B			7.9	7.8	7.6	6.5	5.5	P/B			7.9	7.8	7.6	6.5	5.5	
							EV/EBITDA			54.8	45.9	38.5	29.0	22.8	EV/EBITDA			54.8	45.9	38.5	29.0	22.8	

广发医药行业研究小组

- 张其立：首席分析师，清华大学化学工程学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴文华：研究助理，华东师范大学金融硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 冯 鹏：研究助理，北京大学化学生物学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 马 帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡 强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。