以岭药业（002603）

业绩稳健增长，期待海外业务新进展

---以岭药业 2016 年报点评

	杨松（分析师）	丁丹（分析师）
	010-59312750	0755-23976735
	yangsong@gtjas.com	dingdan@gtjas.com
证书编号	S0880516080004	S0880514030001

本报告导读：

公司专利中药主业保持稳健增长，未来将积极拓展海外制剂业务，维持公司增持评级。

投资要点：

主业稳健增长，维持增持评级。公司发布 2016 年报，实现营业收入 38.20 亿元，同比增长 19.95%，归母净利润 5.42 亿元，同比增长 25.91%，符合预期。公司核心专利中药品种保持稳健增长，未来将积极拓展海外制剂业务。考虑到公司海外制剂业务形成利润的时间或有延后，定增摊薄后，调整公司 2017、2018 年预测 EPS 至 0.55/0.64 元（原为 0.56/0.63），预计 2019 年 EPS 为 0.74 元，目前同类公司 2017 年 PE29X，公司在专利中药领域的优势，可享受估值溢价，上调公司目标价至 22 元，对应 2017 年 PE 为 40X，维持公司增持评级。

核心工业品种保持稳健增长。公司系列专利中药品种继续保持快速增长：其中通心络同比稳健增长 10%左右，收入约 11 亿元，参松养心同比快速增长 20%左右，收入约 12 亿元，芪苈强心胶囊高速增长 40%左右，收入约 3.5 亿，连花清瘟胶囊同比增长 25%左右，收入约 7.5 亿元。公司凭借络病理论体系的独家学术和专利优势，核心品种有望继续保持快速增长。

海外制剂业务值得期待。目前公司产品已经出口到美国、英国、加拿大、俄罗斯等二十多个国家，多个车间已通过 FDA 和欧盟认证，公司已有 5 个 ANDA 产品申报美国 FDA 注册，国际制药业务发展快速。此外公司连花清瘟胶囊是全球第一个进入美国 FDA 临床研究的大复方中药，2016 年 9 月，连花清瘟胶囊美国二期临床研究在弗吉尼亚州正式启动，未来如能顺利获批上市，将极大带动公司专利中药国际化。

风险提示：核心品种增速低于预期。

财务摘要（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,185	3,820	4,562	5,350	6,262
(+/-)%	*9%*	*20%*	*19%*	*17%*	*17%*
经营利润（EBIT）	478	628	780	913	1,058
(+/-)%	*26%*	*31%*	*24%*	*17%*	*16%*
净利润	430	542	657	768	893
(+/-)%	*21%*	*26%*	*21%*	*17%*	*16%*
每股净收益（元）	0.36	0.45	0.55	0.64	0.74
每股股利（元）	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营利润率(%)	15.0%	16.5%	17.1%	17.1%	16.9%
净资产收益率(%)	8.7%	10.1%	11.1%	11.6%	12.1%
投入资本回报率(%)	8.9%	11.5%	14.0%	17.5%	16.7%
EV/EBITDA	31.6	23.6	20.4	17.6	15.5
市盈率	51.4	40.8	33.7	28.8	24.8
股息率（%）	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	22.00
上次预测：	20.00
当前价格：	18.38

2017.03.26

交易数据

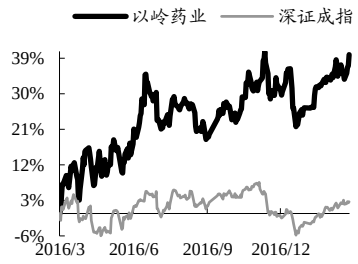
52 周内股价区间（元）	13.14-18.80
总市值（百万元）	22,121
总股本/流通 A 股（百万股）	1,204/903
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	75%
日均成交量（百万股）	461.26
日均成交值（百万元）	80.94

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	5,322
每股净资产	4.42
市净率	4.2
净负债率	-8.16%

EPS（元）	2016A	2017E
Q1	0.15	0.18
Q2	0.11	0.13
Q3	0.10	0.13
Q4	0.09	0.11
全年	0.45	0.55

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	5%	39%
相对指数	2%	1%	36%

相关报告

《连花清瘟胶囊表现靓丽，业绩快速增长》2016.08.23

《业绩稳健增长，2016 值得期待》2016.03.31

《依托以岭医院，持续发力大健康产业》2015.09.08

《三大业务板块架构初成，未来值得期待》2015.04.12

模型更新时间：2017.03.26

股票研究

必需消费

医药

以岭药业（002603）

评级:	**增持**
上次评级:	增持
目标价格:	**22.00**
上次预测:	20.00
当前价格:	18.38

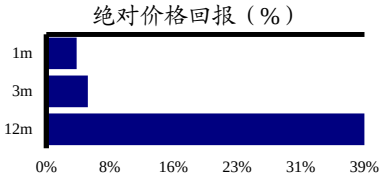
公司网址

www.yiling.cn

公司简介

公司是由石家庄以岭药业有限公司于2001年8月28日整体变更设立的股份有限公司，国家创新型企业、中国制药工业50强，公司主要致力于中成药的研发、生产与销售，是国家高新技术企业。

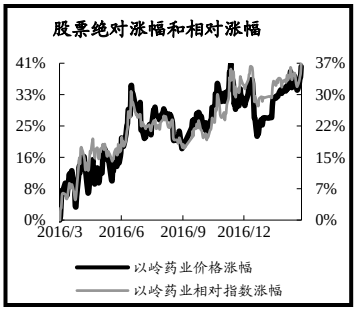
公司拥有通过GMP认证的胶囊、片剂、颗粒剂、针剂生产线，以及通过欧盟认证的化学药制剂车间。

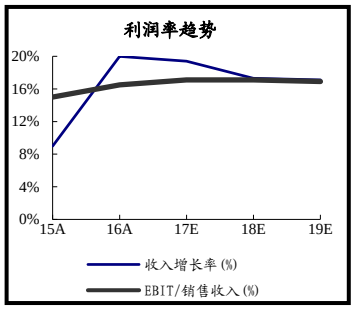


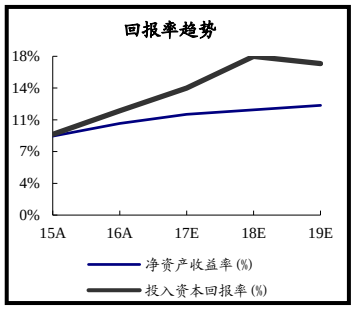
52周价格范围	13.14-18.80
市值（百万）	22,121

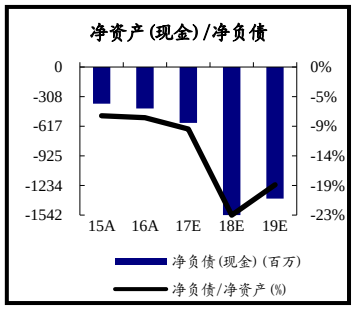
财务预测（单位：百万元）

损益表	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
营业总收入	**3,185**	**3,820**	**4,562**	**5,350**	**6,262**
营业成本	1,164	1,288	1,526	1,819	2,133
税金及附加	40	73	66	77	90
销售费用	1,160	1,434	1,711	2,006	2,348
管理费用	342	397	479	535	632
EBIT	**478**	**628**	**780**	**913**	**1,058**
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	0	1	2	1
财务费用	0	6	4	6	2
营业利润	**499**	**624**	**777**	**909**	**1,057**
所得税	73	102	123	144	167
少数股东损益	-4	-6	-2	-2	-2
净利润	**430**	**542**	**657**	**768**	**893**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	431	534	832	1,813	1,660
其他流动资产	69	132	33	33	35
长期投资	6	357	667	672	672
固定资产合计	2,734	2,735	2,592	2,178	2,748
无形及其他资产	611	602	612	581	542
资产合计	**5,707**	**6,250**	**7,158**	**8,042**	**8,950**
流动负债	707	741	853	1,064	1,175
非流动负债	172	177	430	450	470
股东权益	4,950	5,392	5,936	6,591	7,371
投入资本(IC)	**4,576**	**4,611**	**4,696**	**4,383**	**5,333**
现金流量表					
NOPLAT	409	528	657	769	891
折旧与摊销	166	231	208	180	196
流动资金增量	-112	-55	-430	-131	-417
资本支出	-478	-373	-74	264	-726
自由现金流	**-15**	**331**	**361**	**1,082**	**-57**
经营现金流	132	632	541	831	685
投资现金流	-105	-505	-383	261	-725
融资现金流	2	-23	139	-111	-112
现金流净增加额	**29**	**103**	**298**	**981**	**-152**
财务指标					
成长性					
收入增长率	9.0%	20.0%	19.4%	17.3%	17.1%
EBIT增长率	25.5%	31.3%	24.2%	17.0%	15.9%
净利润增长率	21.4%	25.9%	21.2%	16.8%	16.3%
利润率					
毛利率	63.4%	66.3%	66.5%	66.0%	65.9%
EBIT率	15.0%	16.5%	17.1%	17.1%	16.9%
净利润率	13.5%	14.2%	14.4%	14.3%	14.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.7%	10.1%	11.1%	11.6%	12.1%
总资产收益率(ROA)	7.5%	8.7%	9.2%	9.5%	10.0%
投入资本回报率(ROIC)	8.9%	11.5%	14.0%	17.5%	16.7%
运营能力					
存货周转天数	293	278	272	281	277
应收账款周转天数	33	39	33	35	36
总资产周转周转天数	619	571	536	519	495
净利润现金含量	0.31	1.17	0.82	1.08	0.77
资本支出/收入	15%	10%	2%	-5%	12%
偿债能力					
资产负债率	15.4%	14.7%	17.9%	18.8%	18.4%
净负债率	-7.7%	-8.0%	-9.8%	-23.4%	-18.6%
估值比率					
PE	51.4	40.8	33.7	28.8	24.8
PB	4.2	3.8	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	31.6	23.6	20.4	17.6	15.5
P/S	6.5	5.4	4.5	3.9	3.3
股息率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%









本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com