

## 外延落地，底部向上

公司简报

### ◆事件:

公司公告以1.65亿元现金收购沈阳亿灵医药科技有限公司55%股权，投资3000万元增资参股深圳长宜科创医药有限公司，并获20%股权。注：长宜科创承接医药及医疗器械全国或区域性的产品总代，承诺2017-2020年净利不低于1000万元、2500万元、4000万元和6000万元。

### ◆提升技术服务板块实力，延伸医疗健康大市场

亿灵医药为我国第一家获得CNAS认证的CRO公司，也是中国第一家以全面合作管理模式与医院合作的临床CRO公司，且为发改委授予中国唯一一家生物等效性及药代动力学检测工程研究中心。标的公司业务范围涵盖I-IV期临床研究、药品一致性评价研究服务、注册服务、医疗器械临床研究、数据统计服务等。此次外延落地将帮助公司从建筑建材相关服务领域拓展至医药大健康市场，提升其检测板块的综合竞争力。

业绩承诺：亿灵医药2017-2020年度净利润不低于2500万元、3250万元、4225万元和5281万元，2018-2020年净利同比增速约为30%、30%、25%。期末应收账款余额不超过收入总额30%，且无账龄超过120天。业绩补偿：前两笔股权转让款约8000万元于股权转让后支付，剩余款项于2018-2020年视业绩完成情况支付，且原股东承诺剩余款项中约5000万元将用于购买建研集团股票，并承诺24月内不减持。若任何一年度净利润未达承诺利润70%，建研有权要求原股东赎回亿灵股权。严苛的业绩补偿协议为未来亿灵业绩增长提供保障。

### ◆外延落地，减水剂业务底部向上:

检测业务稳定增长，外延并购落地提供边际增量。随着客户结构优化以及下游需求好转，减水剂业务重回扩张轨道，盈利能力随产品价格上调而逐步改善；未考虑并表影响，预计17-19年归母净利润2.01亿元、2.61亿元及3.31亿元，对应EPS0.59元、0.76元和0.97元。维持买入评级，目标价15元。

### ◆风险提示：原材料价格快速上涨，并购标的后续经营不及预期

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,345	1,385	1,858	2,283	2,780
营业收入增长率	-24.81%	2.94%	34.17%	22.85%	21.79%
净利润(百万元)	202	167	201	261	331
净利润增长率	-8.94%	-17.21%	20.32%	29.84%	26.72%
EPS(元)	0.59	0.49	0.59	0.76	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.12%	7.85%	8.76%	10.35%	12.99%
P/E	22	27	22	17	13
P/B	2	2	2	2	2

## 买入(维持)

当前价/目标价: 12.97/15.00元

目标期限: 6个月

### 分析师

陈浩武 (执业证书编号: S0930510120013)  
021-22169050  
[chenhaowu@ebsecn.com](mailto:chenhaowu@ebsecn.com)

孙伟风 (执业证书编号: S0930516110003)  
021-22169329  
[sunwf@ebsecn.com](mailto:sunwf@ebsecn.com)

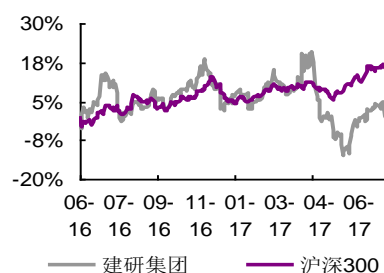
### 联系人

师克克  
021-22169158  
[shikk@ebsecn.com](mailto:shikk@ebsecn.com)  
胡添雅  
021-22169106  
[hutianya@ebsecn.com](mailto:hutianya@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股): 3.46  
总市值(亿元): 44.89  
一年最低/最高(元): 10.89/15.98  
近3月换手率: 56.04%

### 股价表现(一年)

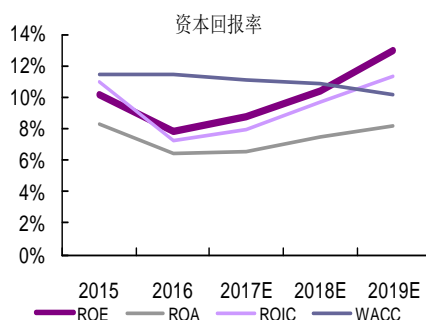
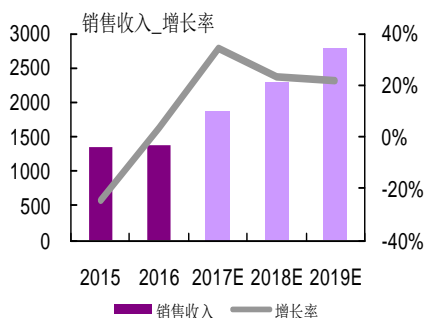
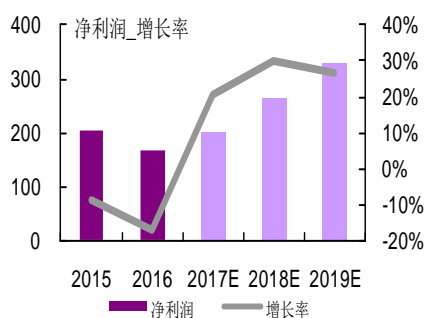
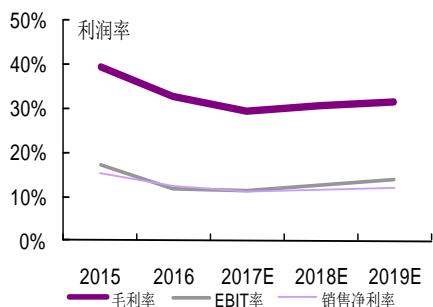


### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.99	-2.67	-21.06
绝对	4.65	5.43	-5.94

### 相关研报

营收高增速，成本抬升压制利润  
.....2017-04-24  
需求好转进行时，期待外延落地  
.....2017-03-27



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,345</b>	<b>1,385</b>	<b>1,858</b>	<b>2,283</b>	<b>2,780</b>
营业成本	815	932	1,310	1,587	1,899
折旧和摊销	60	58	87	88	88
营业税费	13	12	16	20	25
销售费用	119	127	149	183	222
管理费用	136	125	149	183	222
财务费用	1	0	5	12	25
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	18	18	18	18
<b>营业利润</b>	<b>242</b>	<b>183</b>	<b>224</b>	<b>296</b>	<b>380</b>
<b>利润总额</b>	<b>247</b>	<b>204</b>	<b>245</b>	<b>318</b>	<b>403</b>
少数股东损益	3	3	3	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>202.06</b>	<b>167.28</b>	<b>201.28</b>	<b>261.35</b>	<b>331.18</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>2,478</b>	<b>2,657</b>	<b>3,144</b>	<b>3,574</b>	<b>4,085</b>
流动资产	1,574	1,721	2,258	2,736	3,295
货币资金	130	67	90	110	134
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	953	891	1,195	1,468	1,788
应收票据	175	176	236	291	354
其他应收款	14	14	19	24	29
存货	37	55	78	94	113
可供出售投资	189	202	222	244	269
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	6	65	65	65	65
固定资产	418	397	331	265	199
无形资产	109	106	101	97	93
<b>总负债</b>	<b>437</b>	<b>480</b>	<b>798</b>	<b>995</b>	<b>1,478</b>
无息负债	422	480	642	761	895
有息负债	15	1	156	235	584
<b>股东权益</b>	<b>2,041</b>	<b>2,177</b>	<b>2,347</b>	<b>2,579</b>	<b>2,607</b>
股本	343	343	343	343	343
公积金	617	627	647	673	706
未分配利润	1,038	1,161	1,308	1,510	1,501
少数股东权益	43	46	49	53	57

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>207</b>	<b>288</b>	<b>-58</b>	<b>23</b>	<b>48</b>
净利润	202	167	201	261	331
折旧摊销	60	58	87	88	88
净营运资金增加	82	152	358	344	407
其他	-138	-89	-704	-671	-779
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-307</b>	<b>-310</b>	<b>-19</b>	<b>-21</b>	<b>-23</b>
净资本支出	25	10	21	21	21
长期投资变化	6	65	0	0	0
其他资产变化	-339	-385	-40	-42	-44
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2</b>	<b>-36</b>	<b>99</b>	<b>19</b>	<b>-1</b>
股本变化	79	0	0	0	0
债务净变化	-11	-15	155	79	349
无息负债变化	-118	58	162	118	134
<b>净现金流</b>	<b>-102</b>	<b>-58</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>24</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-24.81%	2.94%	34.17%	22.85%	21.79%
净利润增长率	-8.94%	-17.21%	20.32%	29.84%	26.72%
EBITDA/EBITDA 增长率	-8.96%	-24.36%	33.38%	26.76%	25.98%
EBIT/EBIT 增长率	-11.31%	-29.67%	27.34%	37.55%	33.62%
<b>估值指标</b>					
PE	22	27	22	17	13
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	14	19	15	12	10
EV/EBIT	18	26	21	15	12
EV/NOPLAT	22	31	25	18	15
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	39.43%	32.73%	29.49%	30.50%	31.69%
EBITDA 率	21.88%	16.08%	16.01%	16.52%	17.09%
EBIT 率	17.42%	11.90%	11.33%	12.68%	13.91%
税前净利润率	18.34%	14.75%	13.19%	13.93%	14.49%
税后净利润率 (归属母公司)	15.02%	12.08%	10.83%	11.45%	11.91%
ROA	8.26%	6.41%	6.49%	7.41%	8.22%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.12%	7.85%	8.76%	10.35%	12.99%
经营性 ROIC	11.02%	7.29%	7.99%	9.71%	11.36%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	3.81	3.76	2.85	2.72	2.19
速动比率	3.72	3.64	2.75	2.63	2.11
归属母公司权益/有息债务	129.69	4260.54	14.77	10.77	4.37
有形资产/有息债务	144.41	4818.42	18.65	14.22	6.60
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.59	0.49	0.59	0.76	0.97
每股红利	0.10	0.10	0.10	0.90	2.12
每股经营现金流	0.60	0.84	-0.17	0.07	0.14
每股自由现金流(FCFF)	0.51	0.17	-0.27	-0.04	0.02
每股净资产	5.83	6.22	6.70	7.37	7.44
每股销售收入	3.93	4.04	5.42	6.66	8.11

资料来源：光大证券、上市公司

### 分析师声明

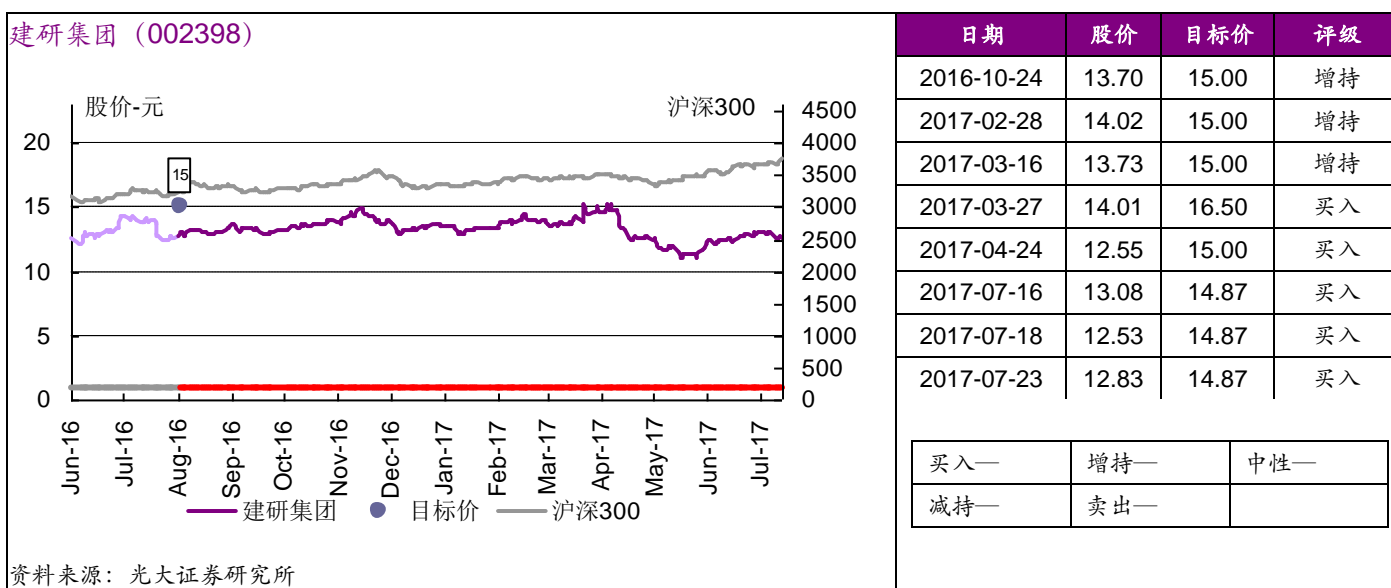
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

孙伟风，美国西北大学应用数学专业硕士，浙江大学自动化学士。14年进入证券行业，先后研究周期、新能源等行业。16年加盟光大证券建筑建材团队。覆盖建材主要子行业及部分建筑公司。对建材及新能源相关行业有较深研究和认识。熟悉公司：开尔新材、华新水泥、海螺水泥等。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樾	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com

	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixia1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com