

主打品种高歌猛进

——2014年一季报点评

■ **一季度实现高增长。**公司公布一季报,实现收入 45.03 亿元,同比增长 13.03%,实现净利润 2.02 亿元,同比增长 26.25%,扣非后净利润 2.03 亿元,同比增长 30.06%,实现每股收益 0.4648 元。一季报增速较 2013 年年报增速明显提升,符合我们此前的预期:公司去年四季度适当控制了经营节奏。一季度工业增速有所提升,占比加大,拉动毛利率提升 2.83pp 达到 24.16%。受医保控费及零差率实施的影响,商业回款周期延长,导致一季度经营活动现金流量净额-4.65 亿元,同时应收账款达到 35.21 亿元,较去年年底增加 32.09%。

■ **百令与阿卡双双放量驱动成长。**在主打产品百令胶囊与阿卡波糖推动下,预计一季度工业部分增长 35%左右。其中百令胶囊预计增速超过 30%,基药增补已经进入山西、重庆等省份,我们认为进入浙江增补是大概率事件,随着 2016 年江东基地投产,产能瓶颈解除后的百令胶囊将迎来新的腾飞。作为国家基药目录品种,阿卡波糖一季度预计增长 50%,目前竞争格局好,随着各省份基药招标和采购的实施,我们看好其进口替代和基层放量的空间。

■ **医保控费影响商业增速。**医药商业业务政策环境较差,在医保控费的影响下,一季度商业增速约为 10%。浙江全省公立医院 4 月 1 日起实行零差率,商业仍将面临一定压力。但公司利润主要由工业部门贡献,商业对整体影响有限。

■ **费用提升缘于工业比重加大。**一季度公司销售费用率及管理费用率分别为 12.32%和 2.71%,两项费用合计与提升 3.54pp,系工业占比提升销售费用增多导致。应收账款及存货周转天数基本与去年同期持平。

■ **投资建议:** 阿卡波糖受益基药制度,独家品种百令胶囊竞争力强,共同推动公司成长步伐加快。宁波子公司的注射用玻尿酸美容产品今年将贡献盈利。大股东就申请豁免股改承诺一事需要与流通股股东继续沟通。从双方心理来看,大股东有意愿积极解决此事。维持 2014-2016 年的 EPS 预测分别为: 1.66、2.08 和 2.55 元。“增持-A”评级和目标价 55 元。

■ **风险提示:** 反商业贿赂、药品招标、医保控费等行业性风险

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	14,579.2	16,718.0	20,729.7	24,952.5	30,554.3
净利润	469.9	575.0	719.6	902.2	1,108.0
每股收益(元)	1.08	1.32	1.66	2.08	2.55
每股净资产(元)	4.60	5.93	7.59	9.66	12.22

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	41.1	33.6	26.8	21.4	17.4
市净率(倍)	9.7	7.5	5.9	4.6	3.6
净利润率	3.2%	3.4%	3.5%	3.6%	3.6%
净资产收益率	26.5%	24.8%	23.7%	23.0%	22.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	26.7%	28.3%	28.3%	30.0%	31.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

投资评级

增持-A

维持评级

12 个月目标价

55.00 元

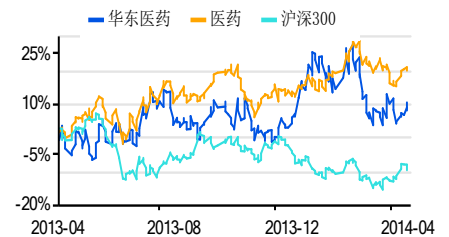
股价 (2014-04-18)

45.70 元

交易数据

总市值(百万元)	19,306.99
流通市值(百万元)	12,451.79
总股本(百万股)	434.06
流通股本(百万股)	279.94
12 个月价格区间	37.63/51.60 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益		-1.00	-11.72	18.57
绝对收益		2.82	-9.59	9.07

邹敏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511080003
zoumin@essence.com.cn
021-68766073

叶寅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513100001
yeyin@essence.com.cn
021-68763590

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号: S1450512060001
wuyq@essence.com.cn
010-66581629

陈宁浦

分析师

SAC 执业证书编号: S1450512080006
chennp2@essence.com.cn
021-68765361

相关报告

四季度业绩增速回升, 未来 2014-03-24
大股东承诺事项的解决是关
键
监管加强将促进股改承诺的 2014-02-17
解决

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B— 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邹敏、叶寅、吴永强、陈宁浦分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

