

工业健康持续增长，商业处于调整业态



事件

公司公布一季报，营业收入 30.12 亿，增长 10.4%；归属于上市公司股东的净利润 2.82 亿，增长 15.2%；扣非净利润 2.76 亿，增长 50.0%；经营活动产生的现金流量净额 2.66 亿，增长 102.6%；EPS 为 0.27 元。

投资要点

- **工业持续健康增长，商业处于调整业态：**我们估计公司工业增速和去年年报差不多，大约 25% 增长。13 年公司出售投资性房地产天恒大厦取得处置净收益，同时因同一控制下合并帝益取得该公司 13 年 1-3 月净损益，大约有 2000 多万财务费用的影响，相应减少 13 年一季度扣非归属于母公司净利润，故本期扣非净利润增长较大。商业因处于调整阶段，我们估计一季度增长个位数，公司商业重点六省布局，定位为工业补充，重点发展医院等网络。公司毛利率未来变化稳定。预计随着公司合理应用融资工具，慢慢地资产负债率会下来。今年负债估计不会上升，有望保持目前水平。
- **研发进展顺利：**丹滴 FDA 三期正常进行，其二期结果主要指标“最大运动耐受时间”远优于雷诺嗪 (ranolazine) 500mg 薄膜包衣缓释片 (Ranexa)，我们判断大概率能通过。水林佳和穿心莲内脂滴丸在申报 ANDA。治疗糖尿病的糖敏灵丸，治疗小儿多动症的五灵颗粒和治疗痛风的青术颗粒 3 个重磅中药品种在申报生产。
- **公司产品线稳固丰富：**公司 13 年过亿产品 11 个，打造丹滴、养血清脑、水林佳、蒂清四大明星产品；益气复脉、丹参多酚酸、尿激酶原等二线产品也有望持续成长为 20 亿规模大品种。

财务与估值

- 我们维持公司 2014-2016 年每股收益预测分别为 1.31、1.76、2.28 元，参照可比公司平均 32 倍 PE。对应目标价 41.92 元，维持公司买入评级。

风险提示

- 药品降价，研发不达期。

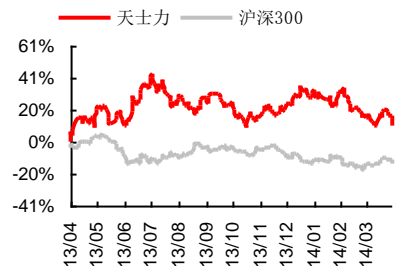
公司主要财务信息					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	9,300	11,098	13,153	15,622	18,491
同比增长	41.6%	19.3%	18.5%	18.8%	18.4%
营业利润 (百万元)	936	1,401	1,697	2,300	3,024
同比增长	26.1%	49.8%	21.1%	35.5%	31.5%
归属母公司净利润 (百万元)	769	1,100	1,350	1,813	2,355
同比增长	25.9%	43.0%	22.7%	34.3%	29.9%
每股收益 (元)	0.75	1.07	1.31	1.76	2.28
毛利率	30.7%	36.5%	38.0%	39.1%	40.1%
净利率	8.3%	9.9%	10.3%	11.6%	12.7%
净资产收益率	20.2%	28.1%	31.2%	33.3%	34.6%
市盈率 (倍)	51.0	35.7	29.1	21.6	16.7
市净率 (倍)	9.8	10.2	8.1	6.5	5.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2014 年 04 月 22 日)	38.02 元
目标价格	41.92 元
52 周最高价/最低价	80.41/37.87 元
总股本/流通 A 股 (万股)	103,284/103,284
A 股市值 (百万元)	39,269
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2014 年 04 月 23 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-7.3	-6.3	-16.1	-45.2
相对表现 (%)	-5.8	-8.1	-14.0	-32.0
沪深 300 (%)	-1.5	1.8	-2.1	-13.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李淑花
021-63325888*6088
lishuhua@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120034

联系人 黄文锋
021-63325888*6069
huangwenfeng@orientsec.com.cn

相关报告
工业稳定增长，期间费用上升 2014-03-31
现代中药国际化排头兵 2013-12-31

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	993	955	1,131	1,344	1,591	营业收入	9,300	11,098	13,153	15,622	18,491
应收账款	1,305	2,052	2,432	2,888	3,418	营业成本	6,449	7,043	8,151	9,515	11,074
预付账款	192	172	263	312	370	营业税金及附加	64	95	113	134	159
存货	1,011	1,265	1,304	1,522	1,772	营业费用	1,186	1,553	1,894	2,343	2,681
其他	958	1,406	1,400	1,663	1,968	管理费用	484	814	965	1,147	1,357
流动资产合计	4,459	5,850	6,530	7,729	9,119	财务费用	93	148	162	164	155
长期股权投资	391	412	470	470	470	资产减值损失	95	58	177	25	46
固定资产	1,507	2,191	2,938	3,070	3,076	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	496	734	690	642	525	投资净收益	5	4	6	6	6
无形资产	241	370	343	317	291	其他	1	10	0	0	0
其他	393	657	126	126	126	营业利润	936	1,401	1,697	2,300	3,024
非流动资产合计	3,027	4,363	4,568	4,625	4,488	营业外收入	33	35	40	57	33
资产总计	7,486	10,212	11,098	12,354	13,607	营业外支出	9	18	13	13	13
短期借款	328	1,799	1,421	1,919	1,224	利润总额	960	1,418	1,724	2,344	3,044
应付账款	656	887	815	952	1,107	所得税	168	252	310	445	578
其他	1,719	2,303	2,740	2,018	2,147	净利润	792	1,166	1,413	1,898	2,466
流动负债合计	2,703	4,990	4,976	4,888	4,478	少数股东损益	23	66	64	85	111
长期借款	103	72	128	158	181	归属于母公司净利润	769	1,100	1,350	1,813	2,355
应付债券	398	797	796	796	796	每股收益(元)	0.75	1.07	1.31	1.76	2.28
其他	76	210	0	0	0						
非流动负债合计	576	1,079	925	955	978	主要财务比率					
负债合计	3,279	6,069	5,901	5,842	5,456		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	195	311	375	460	571	成长能力					
股本	516	1,033	2,066	2,066	2,066	营业收入	41.6%	19.3%	18.5%	18.8%	18.4%
资本公积	1,551	230	230	230	230	营业利润	26.1%	49.8%	21.1%	35.5%	31.5%
留存收益	1,946	2,571	2,526	3,755	5,284	归属于母公司净利润	25.9%	43.0%	22.7%	34.3%	29.9%
其他	(2)	(2)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,207	4,143	5,197	6,512	8,151	毛利率	30.7%	36.5%	38.0%	39.1%	40.1%
负债和股东权益	7,486	10,212	11,098	12,354	13,607	净利率	8.3%	9.9%	10.3%	11.6%	12.7%
						ROE	20.2%	28.1%	31.2%	33.3%	34.6%
						ROIC	16.9%	21.4%	21.1%	23.6%	26.1%
						偿债能力					
						资产负债率	43.8%	59.4%	53.2%	47.3%	40.1%
						净负债率	0.0%	42.8%	23.4%	23.5%	7.5%
						流动比率	1.65	1.17	1.31	1.58	2.04
						速动比率	1.26	0.91	1.04	1.26	1.63
						营运能力					
						应收账款周转率	8.8	6.6	5.6	5.4	5.5
						存货周转率	7.2	6.0	6.2	6.6	6.6
						总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4
						每股指标(元)					
						每股收益	0.75	1.07	1.31	1.76	2.28
						每股经营现金流	0.40	0.34	1.67	0.99	2.29
						每股净资产	3.89	3.71	4.67	5.86	7.34
						估值比率					
						市盈率	51.0	35.7	29.1	21.6	16.7
						市净率	9.8	10.2	8.1	6.5	5.2
						EV/EBITDA	35.4	23.1	18.0	13.9	11.0
						EV/EBIT	40.5	26.9	22.4	16.9	13.1

现金流量表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	792	1,166	1,413	1,898	2,466
折旧摊销	149	256	450	541	602
财务费用	93	148	162	164	155
投资损失	(5)	(4)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(216)	(599)	(367)	(1,598)	(904)
其它	(400)	(620)	73	25	46
经营活动现金流	413	346	1,726	1,024	2,360
资本支出	(331)	(1,356)	(1,128)	(598)	(466)
长期投资	3	4	(58)	0	0
其他	(44)	586	582	6	6
投资活动现金流	(372)	(766)	(604)	(592)	(460)
债权融资	250	442	(44)	30	23
股权融资	0	(805)	1,033	0	0
其他	(809)	683	(1,934)	(250)	(1,676)
筹资活动现金流	(559)	321	(945)	(220)	(1,653)
汇率变动影响	(0)	(1)	0	0	0
现金净增加额	(518)	(100)	177	212	247

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn