

市场研究部 证券研究报告

2014年7月9日

收购天津中盛海天100%股权，并购再下一城

益佰制药 (600594)

投资评级: 推荐

事件:

2014年7月8日公告收购天津中盛海天100%股权,同时对苗药企业增资并复牌。

收购天津中盛海天100%股权,收购价款分三期支付

公司出资7.95亿元收购天津中盛海天制药有限公司100%股权,分三期支付,第一期协议生效后五个工作日内支付2.9亿元;第二期股权变更后五个工作日内支付2.9亿元;第三期为中盛海天公布2014年年报后五个工作日内支付剩余2.15亿元。

中盛海天丰富公司产品线

天津中盛海天拥有3个产品批文,其中葆宫止血颗粒为独家品种,属收敛止血类妇科用药,已经入选2012年版《国家基本药物目录》;金莲清热泡腾片为独家剂型,已经入选国家卫计委《人感染H7N9禽流感诊疗方案(2014年版)》、《流行性感冒诊断与治疗指南(2011年版)》及《手足口病诊疗指南(2010年版)》;根痛平胶囊主要用于风寒阻络所致颈椎病引起的肩颈疼痛,活动受限,上肢麻木,已经进入粤、冀、滇、辽、皖五省医保目录。

中盛海天具备年产颗粒剂6,000万袋、片剂10,000万片,中药提取4,000吨的生产能力。2013年产能利用率片剂39.67%、颗粒剂55.83%、前提取52.10%。可见产能尚未完全释放,未来具有较好的成长空间。

公司目前产品线涵盖心脑血管、肿瘤领域、镇咳类和妇科等领域,拥有妇科炎症等妇科类产品,并购中盛海天进一步丰富妇科产品线,且葆宫止血颗粒进入新版基药目录,价格稳定,有望放量,有望带动其他妇科类产品销售增长。

并购标的盈利能力

中盛海天2013年营业收入20,000.4万元,净利润3,458.7万元;2014年1-5月实现营业收入10,820.48万元,净利润为2,383.73万元。按照简单平均推算,保守估计2014年营业收入预计为2.5亿元,若顺利7月份完成股权变更登记,则今年下半年收入可以并表。

完成对贵州苗药实业有限公司增资

公司以债转股的形式对苗医药全资子公司增资4.9亿元,增资后苗医药注册资本增加至5亿元,有利于扩大其经营规模,优化财务结构。

一年来市场表现

截至2014/7/8



市场数据

2014/7/8

A股收盘价(元)	42.99
A股一年内最高价(元)	44.40
A股一年内最低价(元)	27.41
上证指数	2,064.02
市净率	5.3
总股本(万股)	39,600
实际流通A股(万股)	35,827
限售的流通A股(万股)	3,773
流通A股市值(亿元)	154.0

分析师 张科然

执业证书号: S1490513050001

电话: 010-58565075

邮箱: zhangkeran@hrsec.com.cn

⑤ 盈利预测和投资建议

我们预测公司 2014-2016 年营业收入分别 35.87 亿元、45.7 亿元和 55.3 亿元，归属上市公司净利润分别为 5.74 亿元、7.52 亿元和 9.7 亿元，按照最新股本计算，每股收益分别为 1.43 元、1.87 元和 2.41 元，对应 PE 分别为 30 倍、23 倍和 18 倍，我们继续维持推荐评级。

⑤ 风险提示

中成药价格下调风险；
 中药注射剂安全事件；
 中药材价格大幅波动风险等。

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	2,252.6	2,784.9	3,587.0	4,569.8	5,529.4
同比增长(+/-%)	18.3%	23.6%	28.8%	27.4%	21.0%
营业利润（百万元）	381.0	493.0	655.6	878.3	1,131.6
同比增长(+/-%)	22.6%	29.4%	33.0%	34.0%	28.8%
净利润（百万元）	338.8	431.0	573.5	752.2	970.0
同比增长(+/-%)	26.5%	27.2%	33.1%	31.2%	29.0%
每股收益（元）	0.84	1.08	1.43	1.87	2.41
PE	51.08	39.67	30.14	22.98	17.82
PB	11.06	8.85	4.87	4.07	3.37

附表：

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,735.2	1,906.5	3,062.1	3,859.7	4,942.9
现金	192.4	148.7	643.9	863.4	1,200.5
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	802.4	878.3	1,291.3	1,508.0	1,882.2
应收款项	97.5	177.2	219.2	269.2	313.6
其他应收款	68.9	35.2	229.7	280.8	329.3
存货	160.1	194.5	241.4	317.4	380.5
其他	413.7	472.6	436.6	620.9	836.9
非流动资产	541.7	1,294.4	1,380.9	1,522.1	1,617.0
长期股权投资	46.4	56.2	56.2	56.2	56.2
固定资产	229.2	452.1	540.3	683.6	785.1
无形资产	134.6	144.3	137.7	137.0	134.4
其他	131.5	641.7	646.7	645.3	641.3
资产总计	2,276.9	3,200.9	4,443.0	5,381.7	6,559.8
流动负债	656.4	1,212.8	866.7	1,098.3	1,385.0
短期负债	250.5	336.5	0.0	0.0	0.0
应付账款	45.8	80.4	116.2	148.1	179.2
预收账款	175.1	434.8	390.8	475.2	617.6
其他	185.0	361.1	359.7	475.1	588.2
长期负债	74.9	55.6	62.3	73.7	86.1
长期借款	51.0	21.0	21.0	21.0	21.0
其他	23.9	34.6	41.3	52.7	65.1
负债合计	731.3	1,268.4	929.0	1,172.0	1,471.1
股本	360.7	360.6	396.0	396.0	396.0
资本公积金	114.1	124.2	1,149.0	1,149.0	1,149.0
留存收益	1,063.9	1,439.0	1,951.8	2,636.2	3,500.6
少数股东权益	6.8	8.6	17.2	28.5	43.1
母公司所有者权益	1,538.8	1,923.8	3,496.8	4,181.2	5,045.7
负债及权益合计	2,276.9	3,200.9	4,443.0	5,381.7	6,559.8

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,252.6	2,784.9	3,587.0	4,569.8	5,529.4
营业成本	417.2	496.8	656.4	822.6	995.3
营业税金及附加	32.2	43.6	46.6	59.4	71.9
营业费用	1,248.7	1,528.1	1,901.1	2,467.7	2,930.6
管理费用	153.1	171.3	243.9	310.7	376.0
财务费用	20.8	36.4	4.5	-10.8	-15.3

资产减值损失	4.3	22.6	83.3	45.0	44.1
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	4.8	6.9	4.5	3.1	4.8
营业利润	381.0	493.0	655.6	878.3	1,131.6
营业外收入	26.0	26.6	21.1	23.4	24.3
营业外支出	3.1	4.1	8.2	5.2	5.1
利润总额	403.9	515.5	668.5	896.4	1,150.8
所得税	65.2	84.5	95.1	144.2	180.8
净利润	338.8	431.0	573.5	752.2	970.0
少数股东权益	5.5	1.9	8.6	11.3	14.5
归属母公司所有者净利润	333.3	429.2	564.9	740.9	955.4
EPS (元)	0.84	1.08	1.43	1.87	2.41

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	283.7	554.6	-5.4	496.8	606.5
净利润	338.8	431.0	573.5	752.2	970.0
折旧摊销	51.7	55.2	81.4	95.2	107.0
财务费用	21.5	24.7	4.5	-10.8	-15.3
投资收益	-4.7	-6.6	-1.0	-2.2	-3.7
营运资金变动	-128.6	42.0	-750.9	-388.3	-501.6
其他	5.1	8.3	87.1	50.7	50.0
投资活动现金流	-267.5	-734.1	-173.1	-243.1	-206.0
资本支出	-256.1	-247.1	-174.1	-245.3	-209.7
其他投资	-11.4	-487.0	1.0	2.2	3.7
筹资活动现金流	174.0	47.3	673.8	-34.3	-63.3
借款变动	71.5	56.0	-336.5	0.0	0.0
普通股增加	7.9	-0.1	35.4	0.0	0.0
资本公积增加	100.4	10.1	1,024.8	0.0	0.0
股利分配	-28.9	-54.1	-52.1	-56.5	-91.0
其他	23.0	35.4	2.2	22.1	27.7

主要财务比率

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	18.3%	23.6%	28.8%	27.4%	21.0%
营业利润	22.6%	29.4%	33.0%	34.0%	28.8%
净利润	26.5%	27.2%	33.1%	31.2%	29.0%
盈利能力					
毛利率	81.5%	82.2%	81.7%	82.0%	82.0%
净利率	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	17.5%

ROE	21.7%	22.3%	16.2%	17.7%	18.9%
ROIC	23.0%	23.6%	18.8%	20.6%	21.9%
偿债能力					
资产负债率	32.1%	39.6%	20.9%	21.8%	22.4%
流动比率	2.64	1.57	3.53	3.51	3.57
速动比率	2.40	1.41	3.25	3.23	3.29
营运能力					
资产周转率	0.99	0.87	0.81	0.85	0.84
存货周转率	2.61	2.55	2.72	2.59	2.62
应收账款周转率	2.50	2.64	2.37	2.57	2.52
每股资料(元)					
每股收益	0.84	1.08	1.43	1.87	2.41
每股经营现金	0.80	1.60	-0.01	1.25	1.53
每股净资产	3.89	4.86	8.83	10.56	12.74
每股股利	0.07	0.14	0.13	0.14	0.21
估值比率					
PE	51.08	39.67	30.14	22.98	17.82
PB	11.06	8.85	4.87	4.07	3.37

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方可能会持有报告

中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真：010-58568159 网址：www.hrsec.com.cn