

# 工业保持较快增长, 新业务值得期待 **增持 维持**

## 投资要点:

公司发布 2014 年半年报, 上半年收入同比增长 2.71% 至 6.22 亿元, 扣非净利润同比增 11.73% 至 1302 万元, 经营活动现金流净额为 2299 万元, 同比下降 46.46%, EPS 为 0.03 元, 同比下降 18.99%。其中 2014Q2 实现收入 3.24 亿元, 同比增长 4.94%, 归母净利润 916 万元, 同比增长 4.07%。

## 报告摘要:

- 医药工业保持较快增长, 医药流通增速下滑明显。** 14 年上半年, 公司医药制造业实现收入 3.89 亿元, 同比增长 24.78%, 医药流通实现收入 2.21 亿元, 同比下降 23.40%。工业方面, 桐君堂饮片相关业务收入 2.5 亿左右, 同比增长 15.60%, 公司本部药品相关业务收入 1.5 亿左右, 同比增长 43.6%。药品业务的高增长与公司的营销改革密不可分。公司自 12 年开始进行了 otc 和处方药的营销改革, 强化终端管理, 提升了终端销量, 药品业务高增长显示公司营销改革已见成效。随着公司营销变革的进一步深化, 如加强对第三终端市场覆盖等, 以及儿童型双黄连等新品种的上市, 我们判断公司药品业务会继续保持较快增长。流通业务涉及子公司河南太新龙和河北太龙医药, 报告期新并表的河北太新龙实现收入 3666 万元, 较 13 年全年的 876 万增幅明显, 与公司进行增资扩大经营规模有关。河南太新龙营实现收入 1.54 亿元, 同比下滑 30%, 可能与上半年商业整体营收放缓及 GSP 认证有关。
- 毛利率同比提升 1.67%, 期间费用率同比增加 1.25%, 盈利能力保持稳定。** 医药流通毛利率提升 1.12 个百分点, 医药制造业毛利率下降 3.13 个百分点, 整体毛利率提升 1.67 个百分点。销售费用同比增长 35.93%, 主要原因是占比接近一半的工人工资及劳务费同比增长 62%。管理费用同比增长 13%, 主要与人员相关的工资和福利费、研发投入增加有关。此外由于公司主要采用银行承兑汇票的结算方式, 受此影响, 经营性净现金流较去年同期下降 46.76%。总的来说, 尽管公司期间费用率有所增加, 但同期毛利率也有一定提升, 公司的净利率变动不大, 盈利能力保持稳定。
- 围绕一核两翼多平台发展战略, 内外并举。** 公司 13 年确立了以大健康为核心, 以实体主业经营、资本运作为两翼, 搭建多平台的发展战略。近两年, 围绕此战略, 公司对内重点进行营销改革, 实现主业保

## 医药生物研究组

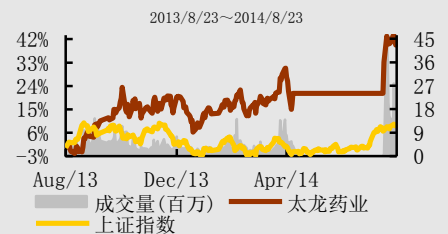
### 分析师:

王晓锋(S1180512120001)

电话: 010-88085975

Email: wangxiaofeng@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

- 《戴维医疗: 经营稳健, 所得税率拉低利润增速》  
2014/8/22
- 《常山药业: 制剂增速平稳, 原料药增速放缓》  
2014/8/22
- 《楚天科技: 后 GMP 时代, 新业务有望持续发力》  
2014/8/21
- 《医药周报: 特殊审评通道, 加速新药审批》  
2014/8/17
- 《贵州百灵: 基药效应初显, 静待银丹发力》  
2014/8/11
- 《精华制药: 拟收购金丝利药业, 进军生物药领域》  
2014/7/28

持高长，对外借助资本运作，积极探索外延发展道路，搭建多平台业务发展模式。

- **借助外延发展，巩固饮片业务，进军 CRO 领域。**此次收购桐君堂的剩余股权，有利于公司增加对饮片业务的多方面投入，更好地支持桐君堂饮片业务的发展，提升盈利能力。而实现对新领先的 100% 控股，一方面提升公司自身的研发实力，同时也为公司拓展了业务平台，进入临床前研发外包业务领域。总之，此次并购，公司的业务组合得到优化，同时管理层的激励问题得到解决，后续发展值得期待。
- **盈利预测及评级。**预计 14 年-16 年的 EPS 分别为 0.15、0.21 和 0.28 元，对应的 PE 分别为 53、36 和 28 倍，维持增持评级。
- **风险提示。**标的资产整合低于预期的风险。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1089.13	1304.67	1543.63	1825.23	2175.88
增长率(%)	11.05	19.79	18.32	18.24	19.21
归母净利润(百万)	20.20	36.06	72.41	105.72	136.60
增长率(%)	58.40	78.52	100.81	46.01	29.21
每股收益	0.05	0.07	0.15	0.21	0.28
市盈率	156.40	105.49	53.22	36.45	28.21

盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	432	537	656	847	营业收入	1305	1544	1825	2176
应收票据及账款	19	17	21	24	营业成本	1051	1240	1457	1730
应收账款	22	19	24	28	营业税金及附加	5	5	5	6
预付款项	29	33	47	49	销售费用	75	82	110	131
其他应收款	41	36	45	52	管理费用	66	77	110	131
存货	149	99	265	128	财务费用	43	20	19	15
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	1	1
固定资产	571	534	486	425	营业利润	64	119	125	163
在建工程	51	45	35	25	营业外收支净额	3	3	3	3
无形资产	78	97	105	105	税前利润	67	122	128	166
长期待摊费用	5	2	0	0	减: 所得税	15	18	19	25
资产总计	1924	1956	2209	2239	净利润	52	104	109	141
短期借款	390	0	0	0	减: 少数股东损益	16	31	3	4
应付账款	183	126	257	150	归母净利润	36	72	106	137
预收款项	23	17	28	24	<b>EPS</b>	0.07	0.15	0.21	0.28
其他应付款	15	16	17	18	EPS(稀释)	0.07	0.15	0.21	0.28
其他流动负债	16	10	10	10	<b>财务指标</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
长期借款	140	540	540	540	成长性				
其他非流动负债	64	50	52	50	营收增长率	19.8%	18.3%	18.2%	19.2%
<b>负债合计</b>	<b>832</b>	<b>760</b>	<b>904</b>	<b>793</b>	EBIT 增长率	44.8%	30.2%	3.3%	23.3%
股东权益合计	1092	1196	1305	1446	净利润增长率	61.4%	100.9%	4.9%	29.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	盈利性				
净利润	52	101	106	138	销售毛利率	19.4%	19.7%	20.2%	20.5%
非现金损益	42	104	111	114	销售净利率	4.0%	6.7%	6.0%	6.5%
营运资本减少	-142	-29	-50	-23	ROE	3.5%	6.5%	8.6%	10.0%
其他经营活动现金流	41	19	18	14	ROIC	8.07%	9.76%	10.00%	12.45%
经营活动现金流	-5	195	186	244	估值倍数				
投资活动现金流	-23	-67	-49	-39	PE	106.9	53.2	36.5	28.2
融资活动现金流	359	-23	-18	-14	P/S	3.0	2.5	2.1	1.8
现金净变动	330	105	119	191	P/B	3.69	3.45	3.15	2.83
期初现金余额	123	432	537	656	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	432	537	656	847	EV/EBITDA	27.0	19.0	17.7	14.8

**作者简介:**

**王晓锋:** 宏源证券研究所医药行业研究员, 毕业于北京大学药学院, 2012年加入宏源证券, 主要从事医药生物领域上市公司研究。

**机构销售团队**

		机构销售团队			
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机 构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。