

## 围绕核心战略，内外并举

## 买入 维持

### 投资要点:

公司发布2014年半年报，上半年收入同比下降20.47%至3.06亿元，扣非净利润同比下降38.48%至1541万元，经营活动现金流净额为2561万元，同比增加184.43%，EPS为0.11元，同比下降15.38%。其中2014Q2实现收入1.47亿元，同比下降27.74%，归母净利润1101万元，同比增长5.76%。公司公告1-9月份净利润变动区间为-20%~10%。

### 报告摘要:

- **中药制剂营收保持稳定，原料药和中间体营收略有下降，中药材及饮片营收降幅较大。**14年上半年，公司中药制剂实现收入1.12亿元，同比下降0.86%。原料药和中间体业务实现收入1.25亿元，同比下降6.41%，其中原料药业务搬迁完成后实现扭亏，上半年实现收入6487万元，同比增长22.84%，但中间体业务实现5687万元，同比下降27.09%，下降较多，可能与南通公司的工程改造影响生产有关。基于主要的工程已经完成，我们预计原料药和中间体业务下半年实现较快的增长。中药材及饮片业务实现收入6692万元，同比下降51.37%，主要公司转变了业务的经营策略，由粗放型向集约型转变，短期影响收入增长。
- **毛利率同比提升9.37%，期间费用率同比增加11.10%，盈利能力略有下降。**由于中药材及饮片业务毛利率相对较低，且报告期内营收降幅较大，致使公司整体毛利率同比大幅提升9.37个百分点。公司营销费用同比增加44.82%，主要是因为公司加强了营销投入力度，如针对重点地区增设了四个独立办事处，加强基层销售网络建设等，导致营销费用同比增长143%，增加了近1500万元，同时展览费和业务宣传费也大幅增加。管理费用同比增加12.32%，主要是工人工资、研发投入增加及折旧摊销同比增幅较大。财务费用同比增长100%，主要是公司借款增加利息支付同比增加较多。整体来看，尽管公司毛利率和期间费用变动均较大，但盈利能力变动不大，净利率略降0.68个百分点。此外由于购买商品、接受劳务支付的现金减少，报告期内结余净现金2561万元，同比大幅增加。
- **围绕核心战略，内外并举。**公司围绕以中成药为重点，以特色原料药及医药中间体和新型化学制剂为两翼，涉足生物制药产业的战略，对内着力营销改革，加大市场投入确保核心主业保持稳定增长，同时

### 医药生物研究组

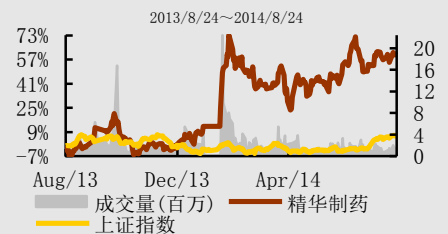
#### 分析师:

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

做减法优化业务结构，处置竞争潜力不明显的业务(如兄弟制药等)，对外加强合作为生物药生产和研发搭建平台，如参股江苏金丝利药业和中美福源等。

- **盈利预测及评级。**预计 14 年-16 年的 EPS 分别为 0.27、0.34 和 0.41 元，对应的 PE 分别为 70、58 和 47 倍，维持买入评级。
- **风险提示。**药品招标低于预期风险。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	665.38	732.62	827.86	952.04	1113.88
增长率 (%)	77.20	10.10	13.00	15.00	17.00
归母净利润(百万)	49.22	35.60	54.82	67.06	82.38
增长率 (%)	2.33	-27.68	54.01	22.33	22.84
每股收益	0.25	0.18	0.27	0.34	0.41
市盈率	78.34	108.32	70.33	57.50	46.81

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	115	158	207	280	营业收入	733	828	952	1114
应收票据及账款	0	0	1	1	营业成本	522	581	676	791
应收账款	4	5	5	6	营业税金及附加	7	7	8	9
预付款项	20	22	23	26	销售费用	79	89	89	104
其他应收款	5	5	6	7	管理费用	74	87	89	104
存货	153	169	196	220	财务费用	5	6	4	2
其他流动资产	12	5	4	3	资产减值损失	7	14	9	7
固定资产	356	337	304	260	营业利润	39	44	78	98
在建工程	46	30	20	10	营业外收支净额	4	28	9	9
无形资产	100	91	80	69	税前利润	43	72	87	107
长期待摊费用	0	0	0	0	减：所得税	2	11	13	16
资产总计	1046	1075	1137	1214	净利润	41	61	74	91
短期借款	75	0	0	0	减：少数股东损益	5	6	7	9
应付账款	127	131	139	148	归母净利润	36	55	67	82
预收款项	5	5	6	6	EPS	0.18	0.27	0.34	0.41
其他应付款	27	25	25	25	EPS(稀释)	0.18	0.27	0.34	0.41
其他流动负债	0	0	0	0	财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
长期借款	0	75	75	75	成长性				
其他非流动负债	70	50	45	40	营收增长率	10.1%	13.0%	15.0%	17.0%
负债合计	304	286	290	294	EBIT 增长率	-37.9%	73.2%	20.1%	21.2%
股东权益合计	742	789	847	919	净利润增长率	-31.8%	49.8%	21.7%	22.8%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	50	37	66	83	销售毛利率	28.8%	29.9%	29.0%	29.0%
非现金损益	32	76	74	74	销售净利率	5.6%	7.4%	7.8%	8.2%
营运资本减少	-142	-30	-59	-58	ROE	5.3%	7.7%	8.8%	10.0%
其他经营活动现金流	5	1	0	-1	ROIC	6.55%	5.41%	9.33%	11.37%
经营活动现金流	-49	85	82	99	估值倍数				
投资活动现金流	-44	-7	-12	-2	PE	108.3	70.3	57.5	46.8
融资活动现金流	39	-34	-21	-23	P/S	5.3	4.7	4.1	3.5
现金净变动	-54	43	48	74	P/B	5.76	5.42	5.06	4.67
期初现金余额	195	115	158	207	股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
期末现金余额	115	158	207	280	EV/EBITDA	58.0	28.5	25.0	21.7

**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。