

成本控制提升利润 长期前景看好

增持 下调

中报摘要:

2014年上半年，公司实现营业总收入13.82亿元，较去年同期增长8.02%；实现营业利润1.60亿元，较去年同期增长29.12%；实现归属于母公司所有者的净利润1.09亿元，较去年同期增长33.35%。

点评要点:

- **制药业务逐步走出“脉络宁”质量风波阴影，成本控制推动短期利润上升。**公司的主营产品“脉络宁”注射液在2012年质量风波以来销售额一直呈现下滑态势。上半年，中药产品销售收入同比仅是略有降低，显示公司正在从质量风波中走出。得益于自去年展开的针对原料供应链和营销团队的改革，公司的制药业务营业成本与销售费用同比增速均低于营业收入，在短期内提升了公司制药业务的利润。我们预计随着改革深化，公司的传统制药业务将回归正常运营轨道。
- **医疗服务增速放缓，提升医疗服务附加值成关键。**上半年公司医疗服务的增长低于同期，这一方面是由于去年仪征医院纳入并表带来了大幅的收入提升，另一方面是由于新大楼开始计提折旧拖累了利润。但来自鼓楼医院的技术与管理指导有效地降低了公司的营业成本，提升了毛利率。预期随着医院辐射范围的扩大，医疗服务收入上升，公司在技术与管理上的优势将会带来更高的利润附加值。
- **股权划转进一步理清管理关系。**今年3月份，控股母公司金陵集团将持有的本公司股票无偿划转至新工集团。此次划转有利于压缩公司的决策层级，提高管理效率，为进一步发展提供了制度上的支持。
- **风险分析：**医疗服务发展不及预期；中药业务迟迟不能恢复增长。
- **盈利预测及投资价值：**我们预计公司2014—2016年EPS分别为0.37元、0.42元和0.48元，对应市盈率为36.71、32.39和28.63，参考可比公司估值，下调评级至“增持”。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2304.93	2605.71	2,933.11	3,359.67	3,882.11
增长率 (%)	2.12	13.05	12.56	14.54	15.55
归母净利润(百万)	143.56	155.89	188.08	213.20	241.20
增长率 (%)	-13.10	8.59	20.65	13.36	13.13
每股收益	0.28	0.31	0.37	0.42	0.48
市盈率	24.16	29.74	36.71	32.39	28.63

中小市值公司研究小组

首席分析师:

王凤华(S1180511010001)

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

分析师:

何俊锋(S1180514070003)

电话: 010-88085096

Email: hejunfeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《铁岭新城：期待新业务引领增长》

2014/8/25

《海虹控股：布局PBM同时全力打造新健康体系》

2014/8/25

《易联众：子业务增长分化 平台业务潜力大》

2014/8/24

《中小市值周报：关注股改承诺兑现的投资机会》

2014/8/24

《奇正藏药：加强渠道推广，核心药品稳定增长》

2014/8/22

《中银绒业：转型换挡期》

2014/8/22

附录

表 1：财务报表预测

资产负债表						(货币单位: 百万元人民币)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	976	945	1,056	1,209	1,398	营业收入	2,305	2,606	2,933	3,360	3,882
应收和预付款项	593	630	768	879	1,016	减: 营业成本	1,753	1,991	2,229	2,558	2,962
存货	378	372	311	338	367	营业税金及附加	11	11	14	16	18
其他流动资产	59	109	111	113	116	销售费用	127	130	146	167	193
流动资产合计	2,006	2,057	2,246	2,540	2,896	管理费用	221	250	267	306	354
长期股权投资	72	81	83	85	87	财务费用	-4	-7	-9	-12	-12
投资性房地产	4	3	3	3	3	资产减值损失	-1	4	-	-	-
固定资产和在建工程	932	982	975	988	993	加: 投资收益	-10	17	8	8	8
无形资产和开发支出	104	101	100	98	106	公允价值变动损益	31	2	-	-	-
其他非流动资产	81	80	80	80	80	汇兑净收益	-	-	-	-	-
非流动资产合计	1,192	1,248	1,240	1,254	1,269	营业利润	218	246	293	332	376
资产总计	3,199	3,304	3,486	3,793	4,164	加: 其他非经营损益	6	-4	-4	-4	-4
短期借款	102	128	39	74	117	利润总额	224	242	290	329	372
应付和预收款项	278	301	326	373	431	减: 所得税	45	52	60	69	78
其他流动负债	320	249	352	403	466	净利润	179	190	229	260	294
短期负债合计	699	678	717	850	1,014	减: 少数股东损益	36	34	41	47	53
长期借款	14	32	32	32	32	归母股东净利润	144	156	188	213	241
其他长期负债	19	19	19	19	19						
长期负债合计	34	52	52	52	52						
负债合计	733	730	769	902	1,066						
归属母公司股东权益	2,122	2,202	2,304	2,431	2,585						
少数股东权益	343	372	414	460	513						
股东权益合计	2,466	2,574	2,717	2,891	3,099						
负债和股东权益总计	3,199	3,304	3,486	3,793	4,164						
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	232	271	323	271	305	盈利能力					
投资性现金净流量	-99	-177	-51	-79	-87	加权 ROE	51.36%	21.44%	8.53%	9.13%	9.68%
筹资性现金净流量	-97	-119	-160	-38	-30	销售毛利率	23.94%	23.60%	24.00%	23.85%	23.71%
现金流量净额	36	-25	111	154	10	销售净利率	8.51%	8.86%	9.73%	9.65%	9.47%

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名, 得分7197分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、利德曼、世纪鼎利、美盛文化、首航节能、奥维通信、硕贝德、隆基机械、亚威股份、科力远、金字集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、勤上光电、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、中银绒业、长信科技、长方照明等。

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
机构	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	zhoudi@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	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范围包括证券投资咨询业务。