

经营稳健，非输液维持高增长

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24.7%至39.67亿元，扣非净利润同比增长1.54%至5.09亿元，经营活动现金流净额同比增38.35%至6.34亿元，EPS为1.12元，同比增长0.9%。其中2014Q2实现收入20.27亿元，同比增17.85%，归母净利润3.09亿元，同比下降5.79%。公司公告1-9月份归母净利润同比变动区间为0-20%。

报告摘要:

- 收入实现较快增长，净利润同比变动不大。**公司上半年实现收入39.67亿元，同比增长24.70%，实现了较快增长。其中，基础输液、营养输液和治疗性输液分别实现收入23.5亿、2.45亿和5.34亿，同比分别增长21.05%、8.55%和6.07%。尽管多数省份招标晚于预期，但由于gmp认证造成短期供不应求，公司基础输液上半年实现了较快增长，预计下半年增速有所回落。非输液产品实现收入8.22亿元，同比增长63.88%，主要原因是硫氰酸红霉素产品实现销售，我们估计上半年销售额在1.3亿左右。公司非输液产品已经连续5年保持高速增长，我们预计下半年高增长势头有望继续保持。上半年公司归母净利润同比增长0.47%至5.37亿元。收入快速增长而净利润变动不大的主要原因是1) 融资净额同比增加致使财务费用同比增长40%；2) 塑瓶终端竞争加剧，塑瓶产品毛利率下降；3) 伊犁川宁项目仍处于亏损状态。上述因素短期实现根本性改变难度较大，预计公司净利润水平会维持平稳增长。
- 毛利率同比下降3.03%，期间费用率保持稳定，净利率下降3.37%。**公司输液产品毛利率保持平稳，同比增加0.7%。非输液部分由于硫红毛利率相对较低，整体毛利率同比下降12.64%，导致公司毛利率下降3.03%。尽管市场开发费、职工薪酬和利息支出等同比增幅较大，但报告期内期间费用率维持在26.6%左右。公司销售净利率由去年同期的17.02%下降到14年的13.65%，下降了3.37%。
- 围绕既定战略，三大业务板块稳步推进。**大输液方面，公司强调持续的产业升级和品种结构调整，报告期内黑龙江科伦等5家子公司获得了可立袋或PP袋输液的注册批准，为实现产品的升级换代奠定了坚实的基础，有助于提升公司产品终端竞争力。抗生素中间体方面，14年4月一期的硫红项目顺利投产，上半年实现销售。二期的头孢类中

医药生物研究组

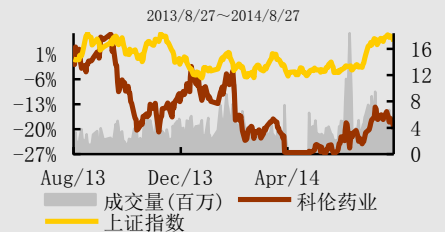
分析师:

王晓锋(S1180512120001)

电话: 010-88085975

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《精华制药：围绕核心战略，内外并举》
2014/8/24
- 《太龙药业：工业保持较快增长，新业务值得期待》
2014/8/24
- 《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

间体工程生产车间主体封顶，预计年底投产。创新药方面，公司拥有在研项目 209 个，14 年新增 55 个。目前已经申报 16 项，3 项具有首仿的机会。此外，在现有 3 大研发基地的基础上，公司拟在美国设立研发中心，进一步提升公司研发实力和竞争力。总体来看，公司围绕既定战略，3 大业务领域稳步推进，不乏亮点，将为公司后续发展奠定坚实基础，有助于提升公司整体竞争力和盈利能力。

盈利预测和评级。预计公司 2014~2016 年 EPS 为 1.59、1.95 和 2.35 元，对应 PE17X、14X 和 12X。维持增持评级。

风险提示。招标进度低于预期风险，硫氰酸红霉素价格下降风险。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	5885.28	6831.28	8453.01	10409.61	12844.18
增长率 (%)	14.33	16.07	23.74	23.15	23.39
归母净利润(百万)	1087.52	1079.52	1141.79	1407.12	1691.69
增长率 (%)	12.56	-0.74	5.77	23.24	20.22
每股收益	2.27	2.25	1.59	1.95	2.35
市盈率	39.56	39.86	17.35	14.08	11.71

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
机 构	北京保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		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。