

经营稳健，营收保持较快增长

增持 维持

投资要点:

公司发布 2014 年三季报，前三季度实现收入 59.86 亿元，同比增长 21.45%，扣非净利润 7.75 亿元，同比下降 2.71%，经营活动现金流净额 10.11 亿元，同比增 23.40%，EPS 为 1.15 元，同比下降 2.54%。其中 2014Q3 实现收入 20.19 亿元，同比增 15.52%，扣非净利润 2.66 亿元，同比下降 10.17%。同时公司公告预计全年业绩变动范围为-5%至 10%。

报告摘要:

- 收入保持较快增长，净利润同比环比均有所下降。回顾公司前三季度业绩情况，前三季度收入同比增长 21.54%，单季度收入增速均在 15% 以上，主要原因是大输液保持平稳增长的同时，公司新疆川宁抗生素中间体一期硫氰酸红霉素项目投产带动公司营收有较大提升。分产品来看，公司输液类预计增速在 15% 以上，其中基础输液仍能保持 20% 增长，收入规模在 35 亿左右。非输液产品预计增速在 50% 以上，收入规模在 10 亿以上。公司前三季度净利润同比下降 2.54%，且二三季度和三季度同比下降超过 5%。我们认为多重原因造成的（1）抗生素中间体方面，川宁硫氰酸红霉素生产线产能未全部释放，整体产能利用率较低，而同期折旧较大，导致亏损；（2）受国内新增塑瓶生产线影响，塑瓶包装输液供给增加较多，导致塑瓶包装输液产品盈利能力下降；（3）融资净额同比增加致财务费用增加，报告期同比增长了 35%。
- 毛利率环比平稳，同比下降 3.37 个百分点，盈利能力有所下降。毛利率由 13 年的 45.85% 下降到当前的 42.48%，毛利率下降的主要原因是毛利相对较低的中间体收入增加及塑瓶输液产品价格下降。报告期内公司期间费用率为 26.04%，同比变动不大。毛利率的下降带动公司销售净利率下降 3.54 个百分点至 13.91%。公司现金流表现良好，报告期内净现金流超过 10 亿元，同比增长了 23.4%。

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	1380.65	1691.24
增长率 (%)	12.56%	-0.74%	5.77%	20.92%	22.50%
每股收益	1.51	1.50	1.59	1.92	2.35
市盈率	20.11	20.26	19.16	15.84	12.93

医药生物研究组

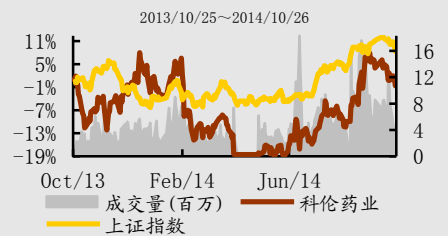
分析师:

王晓锋(S1180512120001)

电话: 010-88085975

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《常山药业：经营稳健，低钙维持较快增长》
2014/10/23
- 《太龙药业：老树新芽，枝繁叶茂》
2014/8/31
- 《科伦药业：经营稳健，非输液维持高速增长》
2014/8/27
- 《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
- 《天士力：医药工业维持高速增长》
2014/8/10

- **大输液有望保持稳定增长，抗生素中间体值得期待。**预公司大输液领域目前市场占有率较高且体量较大，为来主要看点主要在三方面：（1）包材，公司后续陆续有新包材的上市，此外不同包材的替代也将提升大输液的盈利能力；（2）品种，低毛利的普通输液占比下降和高毛利的治疗性输液及营养输液占比的提升；（3）出口，公司 KAZ 项目预计 2014 年 8 月实现销售，后续会扩展到中亚各国及俄罗斯等地，公司出口有望再上新台阶。公司川宁一期的硫红已经于 14 年 4 月投产，硫红价格呈现持续回升态势，14 年 9 月份的价格已经和去年同期持平，达到 340 元/千克的水平，年内有望实现盈利是大概率事件。此外，二期有望 15 年初投产，借助新疆的多重成本优势及公司的高规格环保投入，抗生素中间体实现盈利值得期待。
- **盈利预测及评级。**预计公司 2014~2016 年 EPS 为 1.59、1.92 和 2.35 元，对应 PE19X、16X 和 13X。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，新疆项目建设进度低于预期风险。

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	1913	1487	3267	4379	营业收入	6831	8453	10410	12844
应收票据及账款	66	86	101	123	营业成本	3712	4870	6081	7613
应收账款	138	179	212	258	营业税金及附加	67	80	100	125
预付款项	252	397	414	538	销售费用	887	1040	1301	1606
其他应收款	204	265	313	381	管理费用	695	845	1072	1310
存货	1768	2290	2575	3281	财务费用	164	252	206	173
其他流动资产	432	300	250	210	资产减值损失	160	100	100	100
固定资产	5102	7004	6005	5007	营业利润	1149	1266	1549	1918
在建工程	2901	0	0	0	营业外收支净额	134	92	93	94
无形资产	1048	1051	913	776	税前利润	1283	1358	1642	2012
长期待摊费用	24	12	0	0	减: 所得税	191	204	246	302
资产总计	17482	17128	18378	20001	净利润	1091	1154	1396	1710
短期借款	1150	0	0	0	减: 少数股东损益	12	13	15	19
应付账款	1345	1218	1214	1323	归母净利润	1080	1142	1381	1691
预收款项	20	17	29	28	EPS	1.50	1.59	1.92	2.35
其他应付款	115	90	95	95	EPS (稀释)	1.50	1.59	1.92	2.35
其他流动负债	302	250	250	250	财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
长期借款	4416	4416	4416	4416	成长性				
其他非流动负债	111	90	90	90	营收增长率	16.1%	23.7%	23.1%	23.4%
负债合计	7459	6081	6094	6202	EBIT 增长率	13.2%	4.6%	14.9%	18.3%
股东权益合计	10024	11047	12284	13799	净利润增长率	-0.2%	5.8%	20.9%	22.5%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	1046	1076	1317	1630	销售毛利率	45.7%	42.4%	41.6%	40.7%
非现金损益	492	1148	1148	1136	销售净利率	16.0%	13.7%	13.4%	13.3%
营运资本减少	-662	-1427	-625	-1579	ROE	11.1%	10.6%	11.5%	12.5%
其他经营活动现金流	175	247	201	168	ROIC	10.94%	9.36%	10.58%	13.10%
经营活动现金流	963	1044	2041	1355	估值倍数				
投资活动现金流	-2104	68	99	120	PE	20.3	19.2	15.8	12.9
融资活动现金流	947	-1538	-360	-363	P/S	3.2	2.6	2.1	1.7
现金净变动	-195	-427	1780	1112	P/B	2.24	2.03	1.82	1.62
期初现金余额	2351	1913	1487	3267	股息收益率	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%
期末现金余额	1913	1487	3267	4379	EV/EBITDA	10.0	6.7	5.6	4.7

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	010-88013561	13631508075	liqian@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
		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	zhoudi@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。