内部整合稳步推进，品种收购再下一城

买入 维持

目标价格：10.00 元

投资要点：

- 公司近日发布公告，(1)全资子公司河南河洛太龙拟以净资产价格 8230.89 万元整体收购分公司河洛制药厂；(2)以土地、房屋等出资设立全资子公司“河南桦玉实业有限公司”；(3)拟以 2550 万元受让江西施美制药所拥有的小儿复方鸡内金咀嚼片的药品生产技术、新药证书及其相关专利。

报告摘要：

- **设立子公司，低效资产有望盘活，业务板块得到优化。**此次内部整合主要涉及公司大输液资产，一方面，公司拟通过前期成立的子公司收购生产大输液产品的分公司河洛制药厂。此外，公司拟以其位于郑州高新区冬青街 8 号的原大输液生产车间的土地、房屋及设备合计 8000 万元出资，设立全资子公司。

  近些年轻质量，重价格的招标模式导致大输液行业盈利能力下降，同时新版 GMP 认证增加经营成本，这些导致公司大输液业务盈利能力有所下降。通过设立子公司，内部低效的资产有望盘活，有利于公司采取更加灵活多样的方式进行资产的后续经营和管理，也有助于公司盈利能力的提升。

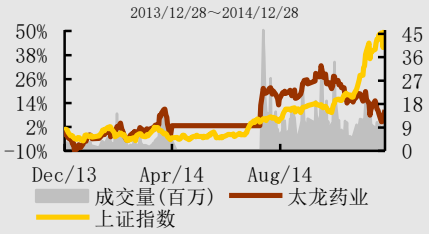
- **收购儿科独家产品，儿科产品线进一步充实。**公司拟与江西施美制药有限公司签订技术转让合同，以 2550 万元受让小儿复方鸡内金咀嚼片药品的生产技术、新药证书及其相关专利。小儿复方鸡内金咀嚼片为江西施美制药独家产品，属于 OTC 甲类产品，主要用于小儿因脾胃不和引起的食积胀满，饮食停滞，呕吐泄泻。

  小儿鸡内金系列主要包括散剂和咀嚼片两种，其中散剂市场份额最大，但散剂生产厂家超过 10 家，竞争较为激烈。从近期中标价格来

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1089.13	1304.67	1433.65	1737.01	2077.29
增长率（%）	11.05	19.79	9.89%	21.16%	19.59%
归母净利润(百万)	20.2	36.06	36.54	110.38	137.77
增长率（%）	58.4	78.52	1.34%	193.67%	24.81%
每股收益	0.05	0.07	0.07	0.22	0.28
市盈率	197.43	110.59	97.58	32.30	25.88

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

《汉森制药：深耕中成药，布局大健康》 2014/12/24

《华海药业：原料药供应商变更获批,赖诺普利片有望发力》 2014/11/11

《九洲药业：特色原料药细分龙头，CMO 业务前景可期》 2014/10/29

《贵州百灵：苗药龙头企业，营收保持平稳增长》 2014/10/27

《汉森制药：内生稳步增长，外延有望继续》 2014/10/27

《科伦药业：经营稳健，营收保持较快增长》 2014/10/26

《楚天科技：新产品推动公司业绩快速增长》 2014/10/25

看，散剂(2gx12 袋)价格在 13 元左右，而咀嚼片(1.2g x12 片)价格 34 元左右，咀嚼片具有明显价格优势。

目前公司儿科产品线主要包括小儿清热止咳口服液和国家药监局批准的独家儿童专用双黄连口服液等感冒类品种，此次收购小儿复方鸡内金咀嚼片后不仅增加了新品种，同时进入儿童消化类领域，儿科产品线得到丰富和完善。当前，新药研发审批周期较长，且儿童药研发难度更大，相比自主研发途径，收购方式更为快捷高效。综合研发成本和品种情况，我们认为该品种的收购价格合理。未来，凭借公司在 otc 领域多年的营销经验及较强的营销团队，该品种有望与现有儿科产品发挥协同效应，成为公司儿科领域新的盈利增长点。

- **盈利预测和评级。**公司作为 otc 领域的品牌企业，随着内部营销和管理整合的不断落地，内生业务的盈利能力有望不断提升，同时外延业务也值得期待。考虑到 GSP 认证影响，我们略微下调 14 年盈利预测，预计公司 14 年-16 年的 EPS 分别为 0.07、0.22 和 0.28 元，对应的 PE 分别为 98、32 和 26 倍，12 个月目标价 10 元，对应 15 年 PE 为 45 倍，维持买入评级。

盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	432	227	154	436
应收票据及账款	19	23	33	36
应收账款	22	26	38	41
预付款项	29	46	56	70
其他应收款	41	49	71	77
存货	149	148	218	250
其他流动资产	0	0	0	0
固定资产	571	534	446	357
在建工程	51	0	0	0
无形资产	78	97	105	105
长期待摊费用	5	2	0	0
资产总计	1924	1571	1673	1855
短期借款	390	0	0	0
应付账款	183	213	180	229
预收款项	23	14	30	20
其他应付款	15	0	0	0
其他流动负债	16	10	10	10
长期借款	140	140	140	140
其他非流动负债	64	50	52	50
负债合计	832	426	413	449
股东权益合计	1092	1145	1261	1406

现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	52	50	114	143
非现金损益	42	104	107	106
营运资本减少	-142	67	-280	48
其他经营活动现金流	41	11	4	1
经营活动现金流	-5	232	-55	298
投资活动现金流	-23	-23	-14	-14
融资活动现金流	359	-415	-4	-1
现金净变动	330	-205	-73	282
期初现金余额	123	432	227	154
期末现金余额	432	227	154	436

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1305	1434	1737	2077
营业成本	1051	1188	1375	1638
营业税金及附加	5	6	5	6
销售费用	75	82	108	127
管理费用	66	86	109	135
财务费用	43	12	5	3
资产减值损失	2	1	1	1
营业利润	64	58	134	168
营业外收支净额	3	3	3	3
税前利润	67	61	137	171
减：所得税	15	9	21	26
净利润	52	52	116	145
减：少数股东损益	16	16	6	7
归母净利润	36	37	110	138
EPS	0.07	0.07	0.22	0.28
EPS(稀释)	0.07	0.07	0.22	0.28

财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
成长性				
营收增长率	19.8%	9.9%	21.2%	19.6%
EBIT 增长率	44.8%	-33.3%	93.9%	22.5%
净利润增长率	61.4%	1.0%	122.6%	24.8%
盈利性				
销售毛利率	19.4%	17.1%	20.8%	21.1%
销售净利率	4.0%	3.6%	6.7%	7.0%
ROE	3.5%	3.4%	9.3%	10.4%
ROIC	8.07%	4.91%	10.90%	11.37%
估值倍数				
PE	98.9	97.6	32.3	25.9
P/S	2.7	2.5	2.1	1.7
P/B	3.41	3.30	2.99	2.68
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA	25.0	20.3	14.8	12.1

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					
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范围包括证券投资咨询业务。