

## 产品结构优化，毛利率提升

### ⑤ 2014年产品结构优化拉低业绩

2014年实现营业收入5.78亿元，同比下降21.14%；归属上市公司净利润为0.39亿元，同比增长10.87%，每股收益0.2元，每10股派发现金红利1元（含税）。无论是收入还是净利润，均低于此前预期。

经过2014年脱胎换骨的变化，公司产品结构得到优化，利润贡献逐渐走向多元化，有望逐步实现中药制剂与化学原料药、中间体平分天下的局面。

### ⑤ 外部及内部环境宽松

2015年是国家基药、医保招标大年，对企业而言，外部环境机遇大于挑战，公司产品季德胜蛇药片和正柴胡颗粒进入国家基药，王氏保赤丸、大柴胡颗粒和金荞麦片具有较大推广空间。

公司主要品种王氏保赤丸2014年进入国家低价药物目录，且从2015年1月起，在江苏省内医保支付取消“限儿童”，意味着成人服用王氏保赤丸也可以纳入医保范围，受益人群可以大规模扩增。公司深化“小老板”工程，强化地方基药和低价药物王氏保赤丸的上量销售。

### ⑤ 投资策略

我们预测2014-2015年公司营业收入分别为6.86亿元、8.06亿元和9.48亿元；归属上市公司净利润分别为0.6亿元、0.93亿元和1.28亿元；每股收益分别为0.23元、0.36元和0.49元；对应PE为165倍、106倍和78倍，鉴于公司业绩面临拐点，且存在外延性并购预期，暂时给予公司“推荐”评级。

### ⑤ 风险提示

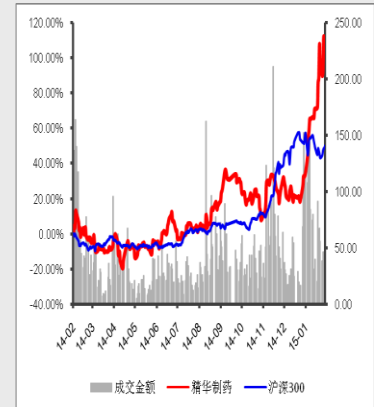
1、外延性并购风险；2、原材料成本上升风险；3、药品安全事件等。

图表：财务数据及估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	732.6	577.8	686.3	806.2	947.8
同比增长（+/-）	10.1%	-21.1%	18.8%	17.5%	17.6%
归属净利润（百万元）	35.6	39.5	59.9	93.0	127.5
同比增长（+/-）	-27.7%	10.9%	51.7%	55.4%	37.1%
每股收益（元）	0.14	0.15	0.23	0.36	0.49
PE	278.21	250.92	165.39	106.46	77.66
PB	14.78	7.16	6.95	6.62	6.22

## 推荐

### 市场表现 截至 2015.02.16



### 市场数据

2015-02-15

A股收盘价（元）	38.09
一年内最高价（元）	39.39
一年内最低价（元）	14.17
上证指数	3,203.83
市净率	7.2
总股本（万股）	26,000
实际流通A股（万股）	19,738
限售流通A股（万股）	6,262
流通A股市值（亿元）	75.2

分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

## 目 录

一、2014 年报：产品结构内部优化拉低业绩 .....	4
二、2015 年外部及内部环境更为宽松 .....	6
三、在研品种，重在品质 .....	6
四、投资建议 .....	6
五、风险提示 .....	6
1、外延性并购风险 .....	7
2、原材料成本上升风险 .....	7
3、食品药品安全事件 .....	7

## 图表目录

图表 1: 2006-2014 年收入结构情况.....	4
图表 2: 2006-2014 年利润结构情况.....	4
图表 3: 2006-2014 年营业收入及增速情况.....	5
图表 4: 2006-2014 年归属上市公司净利润及增速情况.....	5
图表 5: 2006-2014 年毛利率及净利润率情况.....	5
图表 6: 2006-2014 年三项费用率情况.....	5

## 一、2014 年报：产品结构内部优化拉低业绩

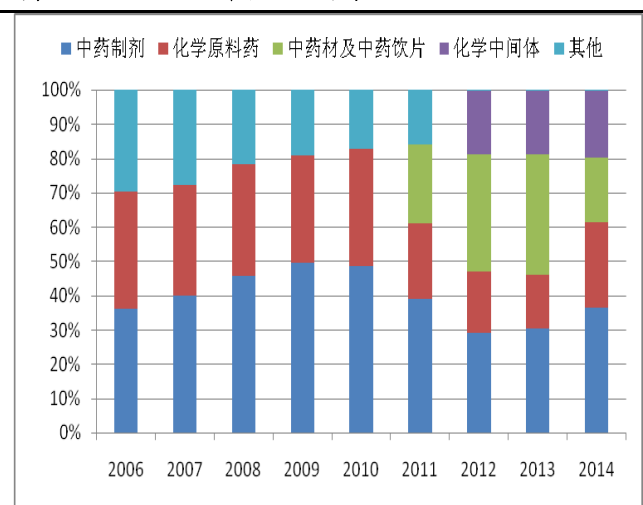
2015 年 2 月 16 日披露 2014 年度业绩，实现营业收入 5.78 亿元，同比下降 21.14%；归属上市公司净利润为 0.39 亿元，同比增长 10.87%，每股收益 0.2 元，每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。无论是收入还是净利润，均低于此前预期。

公司业绩低于预期主要来自一下几方面：第一，中药材和中药饮片因经营结构调整及 GMP 认证滞后，导致 2014 年相对 2013 年大幅下滑 57.6%；第二，化工医药中间体同比下降 17.69%；第三，中药制剂处于营销结构调整期，小幅下滑 6.16%。

2014 年中药制剂毛利率为 60.58%，是公司利润主要来源；化学原料药业务是公司唯一保持正增长的，收入同比增长 23.37%，且毛利率由 2013 年的 15.9% 上升到 2014 年的 30.21%，几乎翻倍；中药材及中药饮片业务毛利率由 2013 年的 8.34% 上升到 2014 年的 12.6%，但由于远远低于中药制剂及化学原料药及中间体，对公司利润贡献不大。

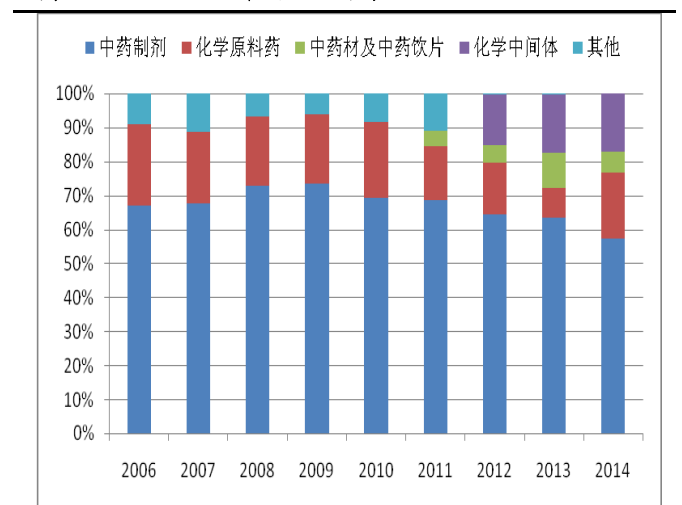
经过 2014 年脱胎换骨的变化，公司产品结构得到优化，利润贡献逐渐走向多元化，有望逐步实现中药制剂与化学原料药、中间体平分天下的局面，尤其是公司最近并购江苏万年长药业之后，进一步增强化学原料药业务。

图表 1：2006-2014 年收入结构情况



数据来源：公司公告、华融证券整理

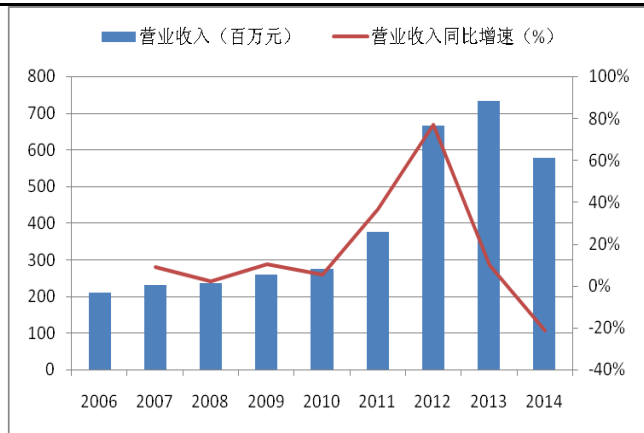
图表 2：2006-2014 年利润结构情况



数据来源：公司公告、华融证券整理

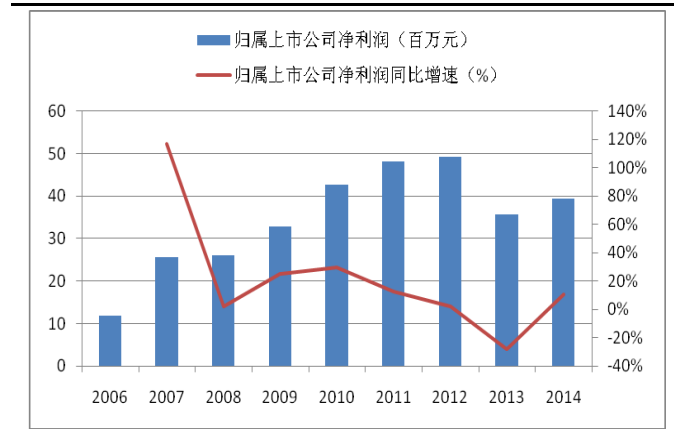
2014年归属上市公司净利润出现正增长,2013年同比下降27.67%,2014年为10.87%,可见公司业绩拐点出现。主要是由于:第一,产品结构调整,盈利能力强的品种增速快;第二,低毛利率品种出现大幅下滑。

图表3: 2006-2014年营业收入及增速情况



数据来源: 公司公告、华融证券整理

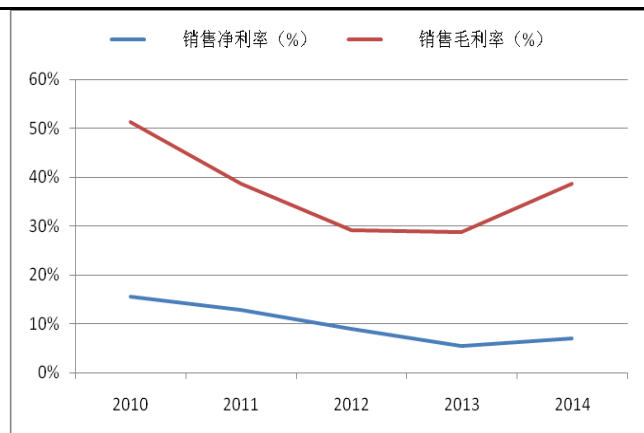
图表4: 2006-2014年归属上市公司净利润及增速情况



数据来源: 公司公告、华融证券整理

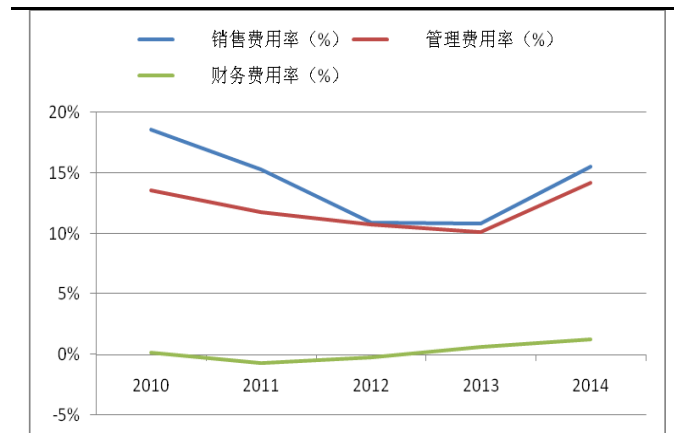
2014年毛利率为38.64%,同比提升9.84个百分点;净利润率为7.03%,同比提升1.48%;主要是由于三项费用率同比也有大幅增长,使得净利润率提升幅度小于毛利率。

图表5: 2006-2014年毛利率及净利率情况



数据来源: 公司公告、华融证券整理

图表6: 2006-2014年三项费用率情况



数据来源: 公司公告、华融证券整理

## 二、2015 年外部及内部环境更为宽松

2015 年是国家基药、医保招标大年，对企业而言，外部环境机遇大于挑战，公司产品季德胜蛇药片和正柴胡颗粒进入国家基药，王氏保赤丸、大柴胡颗粒和金荞麦片具有较大推广空间。

公司主要品种王氏保赤丸 2014 年进入国家低价药物目录，且从 2015 年 1 月起，在江苏省内医保支付取消“限儿童”，意味着成人服用王氏保赤丸也可以纳入医保范围，受益人群可以大规模扩增，有利于公司产品销售。

公司内部积极调整营销策略，深化“小老板”工程，建立领导挂钩制度，强化示范带动作用，树立示范典型，对重点区域深耕细作，全面落实基层营销模式，强化地方基药和低价药物王氏保赤丸的上量销售，王氏保赤丸有望成为中药制剂第一个过亿品种。

## 三、在研品种，重在品质

公司在研新药倍他替尼为 1.1 类新药，参股公司研发的注射用重组人血清白蛋白/干扰素融合蛋白为治疗类生物制品 1 类新药，后期发展空间广阔。

倍他替尼是由美国 Aspedia LLC 公司研发的品种，主要治疗领域为肺癌，处于在研过程中。Aspedia LLC 公司是美国专业从事药物设计、前瞻性药物筛选的研发机构。公司拟与 Aspedia LLC 公司及其关联方签订《技术开发(合作)合同书》，以出资 1000 万元及未来销售提成的方式受让倍他替尼国内及港澳地区独占的专利使用权。我们认为，若倍他替尼上市，则会给公司带来相当可观的收益。若研发失败，也会带来相应的损失。

## 四、投资建议

我们预测 2014-2015 年公司营业收入分别为 6.86 亿元、8.06 亿元和 9.48 亿元；归属上市公司净利润分别为 0.6 亿元、0.93 亿元和 1.28 亿元；每股收益分别为 0.23 元、0.36 元和 0.49 元；对应 PE 为 165 倍、106 倍和 78 倍，鉴于公司业绩面临拐点，且存在外延性并购预期，暂时给予公司“推荐”评级。

## 五、风险提示

## 1、外延性并购风险

公司预计通过并购重组，初步形成了中成药制剂及中药饮片、化学原料药及医药中间体、生物制药及研发三大板块，若外延性并购低于预期，则对公司发展不利。

## 2、原材料成本上升风险

中药材价格存在波动风险，使得公司原材料成本存在上升风险。

## 3、食品药品安全事件

目前国家越来越重视食品药品安全，并努力完善法律来保护消费者权益，因此一旦发生食品药品安全事件，将会对企业造成毁灭性的打击。

附表:

**利润表**

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	732.6	577.8	686.3	806.2	947.8
营业成本	521.7	354.5	418.6	491.8	578.1
营业税金及附加	6.7	4.1	6.2	7.3	8.5
营业费用	79.3	89.5	123.5	120.9	142.2
管理费用	74.3	82.0	96.1	104.8	94.8
财务费用	4.7	7.0	-10.4	-12.3	-12.7
资产减值损失	6.8	7.8	-1.1	1.0	0.8
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	7.0	1.7	2.2	2.7
<b>营业利润</b>	<b>39.2</b>	<b>39.8</b>	<b>55.0</b>	<b>94.8</b>	<b>138.8</b>
营业外收入	14.4	12.8	18.8	18.7	16.2
营业外支出	10.8	1.5	3.4	4.1	5.0
<b>利润总额</b>	<b>42.8</b>	<b>51.1</b>	<b>70.4</b>	<b>109.4</b>	<b>150.0</b>
所得税	2.2	10.5	10.6	16.4	22.5
<b>净利润</b>	<b>40.7</b>	<b>40.6</b>	<b>59.9</b>	<b>93.0</b>	<b>127.5</b>
少数股东权益	5.1	1.2	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	35.6	39.5	59.9	93.0	127.5
EPS (元)	0.14	0.15	0.23	0.36	0.49

**主要财务比率**

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	10.1%	-21.1%	18.8%	17.5%	17.6%
营业利润	-10.6%	1.5%	38.1%	72.4%	46.4%
净利润	-27.7%	10.9%	51.7%	55.4%	37.1%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	28.8%	38.6%	39.0%	39.0%	39.0%
净利率	5.6%	7.0%	8.7%	11.5%	13.5%
ROE	5.3%	2.9%	4.2%	6.2%	8.0%
ROIC	5.8%	3.5%	3.8%	5.9%	7.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.7%	18.7%	14.8%	15.5%	16.7%
流动比率	2.03	4.45	6.43	6.30	5.79
速动比率	1.38	3.75	5.55	5.36	4.78
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.68	0.31	0.37	0.41	0.45
存货周转率	3.40	1.91	2.96	2.93	2.68

应收账款周转率	3.74	4.14	3.87	4.04	3.94
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.14	0.15	0.23	0.36	0.49
每股经营现金	-0.27	0.18	0.33	0.42	0.40
每股净资产	2.58	5.32	5.48	5.75	6.12
每股股利	0.04	0.04	0.05	0.08	0.11
<b>估值比率</b>					
PE	278.21	250.92	165.39	106.46	77.66
PB	14.78	7.16	6.95	6.62	6.22

**资产负债表**

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>522.0</b>	<b>1,217.7</b>	<b>1,101.4</b>	<b>1,190.8</b>	<b>1,298.7</b>
现金	135.8	866.3	740.2	791.3	801.3
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	17.9	4.2	13.7	14.5	16.5
应收款项	178.1	135.2	163.6	185.2	224.0
其他应收款	4.9	7.6	3.1	3.7	4.3
存货	153.4	185.3	141.3	167.8	215.7
其他	31.9	19.1	39.5	28.3	37.0
<b>非流动资产</b>	<b>548.8</b>	<b>668.9</b>	<b>749.2</b>	<b>757.7</b>	<b>792.6</b>
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	356.3	390.3	388.8	502.8	503.3
无形资产	99.5	121.8	124.9	133.7	139.0
其他	93.0	156.8	235.5	121.2	150.3
<b>资产总计</b>	<b>1,070.8</b>	<b>1,886.6</b>	<b>1,850.6</b>	<b>1,948.5</b>	<b>2,091.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>257.8</b>	<b>273.8</b>	<b>171.2</b>	<b>189.0</b>	<b>224.2</b>
短期负债	75.0	118.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	127.2	75.6	104.3	111.2	134.7
预收账款	4.8	5.4	5.4	6.1	7.4
其他	50.8	74.8	61.5	71.8	82.0
<b>长期负债</b>	<b>71.2</b>	<b>78.2</b>	<b>103.2</b>	<b>112.6</b>	<b>124.8</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	71.2	78.2	103.2	112.6	124.8
<b>负债合计</b>	<b>329.0</b>	<b>352.0</b>	<b>274.4</b>	<b>301.7</b>	<b>349.0</b>
股本	200.0	260.0	260.0	260.0	260.0
资本公积金	273.6	897.4	897.4	897.4	897.4
留存收益	191.6	221.1	267.4	338.0	433.6
少数股东权益	72.0	151.3	151.3	151.3	151.3
母公司所有者权益	669.9	1,383.3	1,424.8	1,495.5	1,591.1

负债及权益合计                    **1,070.8**            **1,886.6**            **1,850.6**            **1,948.5**            **2,091.3**

现金流量表

单位：百万元

<b>经营活动现金流</b>	<b>-61.7</b>	<b>37.9</b>	<b>86.2</b>	<b>109.5</b>	<b>104.4</b>
净利润	40.7	40.6	59.9	93.0	127.5
折旧摊销	<b>25.2</b>	<b>39.6</b>	<b>37.4</b>	<b>50.2</b>	<b>53.8</b>
财务费用	3.1	4.4	-10.4	-12.3	-12.7
投资收益	<b>9.2</b>	<b>-6.9</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>
营运资金变动	-141.7	-39.5	5.6	-23.0	-65.3
其他	1.8	-0.3	-6.9	0.8	0.3
<b>投资活动现金流</b>	<b>-43.5</b>	<b>-23.7</b>	<b>-116.1</b>	<b>-57.7</b>	<b>-87.4</b>
资本支出	-40.1	-10.4	-115.5	-58.9	-87.2
其他投资	-3.4	-13.3	-0.6	1.1	-0.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>69.3</b>	<b>721.3</b>	<b>-96.2</b>	<b>-0.7</b>	<b>-7.0</b>
借款变动	57.2	43.0	-118.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	60.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	18.7	623.8	0.0	0.0	0.0
股利分配	-10.0	-10.0	-13.5	-22.4	-31.9
其他	3.4	4.5	35.4	21.7	24.9

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)