

业绩符合预期，继续强烈推荐

—2015 年一季报点评

联环药业 (600513. SH)

推荐 维持

投资要点:

1. 事件

联环药业发布 2015 年一季报，报告期内实现营业收入 1.72 亿元，同比增长 2.80%；归属于上市公司股东净利润 1140.90 万元，同比增长 14.39%，扣非后净利润 1151.51 万元，同比增长 12.18%。EPS 为 0.07 元/股。

2. 我们的分析与判断

(一) 业绩符合预期，费用控制良好

公司一季度实现归属上市公司股东净利润同比增长 14.39%，基本符合预期，收入端同比增长 2.80%，利润端表现好于收入端主要是由于公司一季度费用控制好于 2014 年，公司毛利率 52.05%，比去年上升 0.03 个百分点，净利润率 6.64%，比去年上升 0.08 个百分点，销售费用率 32.36%，比去年下降 2.13 个百分点，管理费用率 8.93%，比去年上升 1.2 个百分点，费用整体控制良好，同时仍有较大提升空间。

(二) 增发已获证监会核准批复，落地在即；外延式发展已经提上日程，值得期待

2015 年 3 月 3 日，公司非公开发行股票申请获得证监会审核通过。2015 年 4 月 7 日，公司非公开发行股票获得证监会核准批复。根据非公开发来发展进程推测，预计公司增发会在近日完成落地。

另外，公司在 2014 年年报中近几年来首次提出外延式的相关描述，我们认为公司不仅将外延式发展上升到战略层面，也同时被列入 2015 年公司的经营计划中，外延式提上日程，公司有望开启内生外延双轮驱动之路，2015 年外延式值得期待。

(三) 未来亮点还看国企改革

2014 年年中，江苏省发布国企改革相关文件，国企改革大幕徐徐拉开，若后续改革持续推动，公司作为扬州市国资委旗下唯一的医药上市平台，大概率有望受益，根据江苏国企改革文件所示的可能的路径，我们推测公司未来受益方向有三：激励机制改善、资产整合和资产注入（控股股东联环集团在上市公司体外有两块医药资产值得关注：联博药业、扬州扬大基因）、混合所有制改革。另外，公司的四大主力品种（薄芝糖肽注射液、爱普列特片、依巴斯汀片、非洛地平缓释胶囊&片）都颇具特色，产品力出众，目前体量较小，都不足 1 亿，未来 5 年都是看

分析师

李平祝

☎：(8610) 83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

张金洋

☎：(8610) 83574546

✉：zhangjinyang@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2015.04.24

A 股收盘价(元)	34.64
A 股一年内最高价(元)	34.64
A 股一年内最低价(元)	10.22
上证指数	4393.69
总股本(亿股)	1.57
实际流通 A 股(亿股)	1.52
流通 A 股市值(亿元)	52.69

相关研究

联环药业 (600513) 深度报告：潜力国企看点颇多，静待改革风动-20150413

3-5 亿级别品种，改善提升空间较大，待内部机制理顺，未来放量可期，为公司提供业绩弹性。

3. 投资建议

暂未考虑增发摊薄，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.34、0.41、0.49 元，对应 PE 分别为 101、84、70 倍。公司作为扬州市国资委下唯一医药上市平台，若国企改革持续推进，公司有望受益。公司四大主力品种颇具特色，未来成长空间大，为业绩改善提供弹性。公司外延式提上日程，值得期待。公司目前市值不大，变化弹性较大。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

国企改革进展低于预期

主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	623.30	668.69	743.59	829.15	931.23
营业收入增长率	91.57%	7.28%	11.20%	11.51%	12.31%
净利润（百万元）	38.33	44.00	53.63	64.81	77.32
净利润增长率	33.74%	14.79%	21.90%	20.84%	19.31%
EPS（元）	0.24	0.28	0.34	0.41	0.49
P/E	142	123	101	84	70
P/B	13.5	12.5	11.4	10.4	9.3
EV/EBITDA	84.06	68.67	55.56	48.78	44.48

资料来源：中国银河证券研究部

附表 1：公司财务报表（百万元）

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	105	92	7	74	9	营业收入	623	669	744	829	931
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	334	321	389	432	483
应收账款	179	194	249	245	310	营业税金及附加	7	8	9	10	12
预付款项	27	22	41	28	49	销售费用	182	231	219	245	275
其他应收款	35	32	42	41	52	管理费用	50	52	56	62	70
存货	76	60	119	80	142	财务费用	5	7	4	2	-1
长期股权投资	31	36	36	36	36	资产减值损失	4	2	2	2	2
固定资产净额	157	181	151	119	86	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	19	3	0	0	0	投资收益	5	6	0	0	0
无形资产净值	6	5	4	2	1	营业利润	47	54	63	77	91
递延所得税资产	0	15	15	15	15	营业外净收入	-1	-1	0	0	0
资产总计	634	641	666	640	702	税前利润	46	53	63	76	91
短期借款	142	109	98	0	5	所得税	7	9	9	11	14
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	34%	15%	22%	21%	19%
应付账款	64	72	69	88	87	归属母公司净利润	38	1	1	1	2
预收款项	11	8	6	10	8	少数股东损益	0	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.245	0.281	0.342	0.414	0.493
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.245	0.281	0.342	0.414	0.493
其他应付款	12	15	15	15	15	指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	收入增长率	92%	7%	11%	12%	12%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	34%	15%	22%	21%	19%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	42%	19%	12%	16%	16%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	盈利能力					
负债合计	232	207	190	116	118	毛利率	46%	52%	48%	48%	48%
所有者权益合计	402	434	475	525	584	净利率	6%	7%	7%	8%	8%
现金流量表(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EBITDA/营业收入	10%	12%	13%	13%	13%
净利润	38	44	54	65	77	ROE(摊薄)	10%	10%	11%	12%	13%
折旧与摊销		19	-57	181	-52	ROIC	13%	11%	13%	12%	17%
经营活动现金流	37	70	-57	181	-52	估值指标					
投资活动现金流	-31	-25	0	0	0	P/E	141.63	123.38	101.21	83.76	70.20
融资活动现金流	21	-55	-28	-115	-12	P/S	8.71	8.12	7.30	6.55	5.83
净现金流	28	-10	-85	66	-64	P/B	13.51	12.51	11.43	10.35	9.30
期初现金余额		115	92	7	74	EV/EBITDA	84.06	68.67	55.56	48.78	44.48
期末现金余额		92	7	74	9	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业证券分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn