

持续并购彰显平台价值，互联网医疗值得期待

■ **中肽生化资质优异，嫁入信邦彰显平台价值。**(1) 中肽生化 2001 年设立，主要业务为客户定制多肽和药物多肽以及体外诊断试剂三个系列。几乎所有业务都在国外：在多肽领域，随着国际上多款多肽药物专利的陆续到期，催生出庞大的非专利药市场，公司通过与跨国生物制药公司创新药研发的合作关系，保持中肽生化的多肽合成技术始终与行业前沿同步，并通过成为创新药上市销售后的指定原料药供应商，为公司带来爆发式的利润增长。另一方面，凭借在国外市场积累的生产工艺技术和质量控制优势，及三次零缺陷通过美国 FDA 认证的质量标准，在国内市场上建立起自己的竞争壁垒。在体外诊断领域，公司是全球拥有毒品检测种类全球最为齐全的厂商之一，过去两年保持 60% 以上的增长，未来，中肽生化除不断丰富体外诊断试剂的种类外，还将在本次交易后，利用信邦制药现有的医药流通渠道和医疗服务资源，为中肽生化诊断试剂的国内市场开拓铺平道路。(2) 中肽生化 15-17 年利润承诺分别为 8500 万、1.05 亿、1.365 亿，此次收购价格作价 20 亿，相当于 15 年 23.5 倍、16 年 19 倍，考虑到中肽生化多个 FDA 在研新药储备，收购价格并不贵。(3) 信邦制药以制药、医药流通和医疗服务为一体的全产业链架构布局为方向，此次收购中肽生化补充公司在制药板块的短板，同时中肽生化选择信邦也彰显了其平台的价值。

■ **互联网医疗值得期待，有望成为贵州省健康管理龙头。**我们认为互联网医疗商业模式的落地离不开线下资源，闭环将会是最佳模式，而在整个环节中医院是无法避开而又价值最高的环节。公司在贵州省内掌握最核心的医疗资源，经过一年多的思考、论证，公司形成了自己的互联网医疗模式，前期已经公告收购贵州天医药方作为互联网医疗的运营平台，相信在近期公司在互联网医疗方面将会由一系列重大进展，值得期待。长期来看，我们认为信邦有望成为贵州省 4000 万人口的健康管理平台，线上、线下完美对接，市值空间广阔。

■ **合伙制管理显示魅力。**信邦制药 14 年收购科开医药后，科开制药董事长安怀略上任公司总经理；此次收购中肽生化，公司即提名中肽生化董事长 Xiang Li 和中肽生化总经理徐琪出任公司董事，整个公司以合伙人制的姿态不断吸收优质管理团队来发展壮大。

■ **投资建议：**考虑此次并购，若在 9 月份中肽生化能够顺利并表，预计公司全面摊薄后 EPS 分别为 0.48、0.74、0.91 元。我们认为公司有潜力成为贵州省 4000 万人口的健康管理平台，线上、线下完美对接，市值空间广阔。给予“买入-A”评级，6 个月目标价 50 元。

■ **风险提示：**增发并购不能顺利获批

投资评级

买入-A

调高评级

6 个月目标价

50.00 元

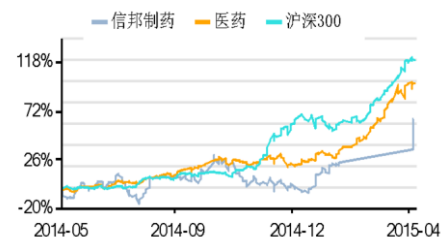
股价 (2015-05-04)

36.39 元

交易数据

总市值 (百万元)	18,211.54
流通市值 (百万元)	9,622.42
总股本 (百万股)	500.45
流通股本 (百万股)	264.42
12 个月价格区间	17.00/42.55 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	31.64	9.01	-130.36
绝对收益	46.44	49.75	-8.57

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060001

wuyq@essence.com.cn

010-66581629

相关报告

信邦制药：蒸蒸日上的中成 2010-04-01

药优势企业：新股分析报告

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	569.5	2,476.2	4,213.3	5,348.8	6,789.2
净利润	40.2	144.8	305.9	471.6	575.8
每股收益(元)	0.08	0.29	0.48	0.74	0.91
每股净资产(元)	2.07	4.79	4.36	4.97	5.76
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	452.6	125.8	75.5	49.0	40.1
市净率(倍)	17.6	7.6	8.3	7.3	6.3
净利润率	7.1%	5.8%	7.3%	8.8%	8.5%
净资产收益率	3.9%	6.0%	11.0%	15.0%	15.7%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.4%	0.3%
ROIC	4.5%	16.9%	11.0%	14.0%	15.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总(2015年05月05日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	569.5	2,476.2	4,213.3	5,348.8	6,789.2	成长性					
减:营业成本	213.9	1,837.9	3,159.8	4,011.6	5,091.9	营业收入增长率	27.2%	334.8%	70.2%	27.0%	26.9%
营业税费	6.6	12.0	38.2	45.6	50.7	营业利润增长率	-18.3%	367.0%	99.6%	57.2%	23.8%
销售费用	248.5	272.0	411.2	454.6	611.0	净利润增长率	-15.9%	259.8%	111.3%	54.2%	22.1%
管理费用	52.6	113.5	168.5	197.9	244.4	EBITDA 增长率	26.7%	322.5%	62.0%	43.8%	22.4%
财务费用	11.4	65.0	85.7	89.8	110.6	EBIT 增长率	4.9%	390.5%	81.3%	46.9%	23.7%
资产减值损失	1.1	6.4	3.3	3.6	4.4	NOPLAT 增长率	5.0%	356.7%	99.3%	46.9%	23.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.9%	205.8%	15.6%	13.8%	17.9%
投资和汇兑收益	2.2	5.5	2.9	3.5	4.0	净资产增长率	1.3%	137.3%	15.4%	13.8%	16.1%
营业利润	37.5	175.1	349.4	549.3	680.1	利润率					
加:营业外净收支	10.3	24.0	15.3	16.5	18.6	毛利率	62.4%	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%
利润总额	47.8	199.0	364.7	565.8	698.7	营业利润率	6.6%	7.1%	8.3%	10.3%	10.0%
减:所得税	8.1	45.2	54.7	84.9	104.8	净利润率	7.1%	5.8%	7.3%	8.8%	8.5%
净利润	40.2	144.8	305.9	471.6	575.8	EBITDA/营业收入	12.1%	11.7%	11.2%	12.6%	12.2%
						EBIT/营业收入	8.6%	9.7%	10.3%	11.9%	11.6%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	122	73	62	48	37
货币资金	254.4	659.0	421.3	534.9	678.9	流动营业资本周转天数	387	179	174	174	175
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	632	318	293	276	276
应收帐款	220.1	1,463.0	1,392.6	2,232.7	2,368.9	应收帐款周转天数	132	122	122	122	122
应收票据	89.7	131.8	242.7	232.8	370.7	存货周转天数	159	63	64	64	64
预付帐款	83.5	426.0	451.8	662.6	751.8	总资产周转天数	892	488	446	390	365
存货	326.5	544.6	947.5	946.8	1,457.6	投资资本周转天数	631	325	310	280	256
其他流动资产	80.0	100.0	67.0	82.3	83.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	10.1	3.4	4.5	6.0	ROE	3.9%	6.0%	11.0%	15.0%	15.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.7%	2.9%	5.9%	7.5%	8.0%
长期股权投资	26.4	-	-	-	-	ROIC	4.5%	16.9%	11.0%	14.0%	15.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	285.0	721.8	721.7	713.7	682.6	销售费用率	43.6%	11.0%	9.8%	8.5%	9.0%
在建工程	49.6	144.7	115.8	92.6	92.6	管理费用率	9.2%	4.6%	4.0%	3.7%	3.6%
无形资产	30.6	144.4	138.5	132.5	126.6	财务费用率	2.0%	2.6%	2.0%	1.7%	1.6%
其他非流动资产	40.7	878.0	718.3	743.2	776.2	三费/营业收入	54.9%	18.2%	15.8%	13.9%	14.2%
资产总额	1,486.6	5,223.3	5,220.6	6,378.6	7,395.1	偿债能力					
短期债务	321.9	1,730.5	1,525.6	1,695.3	1,867.3	资产负债率	30.3%	52.9%	45.7%	49.4%	49.3%
应付帐款	96.3	682.2	735.7	1,098.3	1,118.4	负债权益比	43.5%	112.5%	84.1%	97.6%	97.3%
应付票据	-	146.0	41.8	99.8	139.9	流动比率	2.47	1.23	1.50	1.56	1.77
其他流动负债	8.8	150.0	48.2	115.1	106.3	速动比率	1.70	1.03	1.10	1.24	1.32
长期借款	-	-	-	104.2	371.4	利息保障倍数	4.28	3.69	5.08	7.12	7.15
其他非流动负债	23.8	56.8	33.8	38.1	42.9	分红指标					
负债总额	450.7	2,765.4	2,385.1	3,150.7	3,646.2	DPS(元)	0.03	-	0.09	0.14	0.12
少数股东权益	1.0	61.0	65.0	74.3	92.5	分红比率	37.3%	0.0%	19.7%	19.0%	12.9%
股本	173.6	500.0	635.0	635.0	635.0	股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.4%	0.3%
留存收益	861.3	1,896.5	2,135.4	2,518.5	3,021.5						
股东权益	1,035.9	2,457.9	2,835.5	3,227.9	3,748.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.08	0.29	0.48	0.74	0.91
净利润	39.7	153.9	305.9	471.6	575.8	BVPS(元)	2.07	4.79	4.36	4.97	5.76
加:折旧和摊销	20.0	55.8	34.9	37.1	37.1	PE(X)	452.6	125.8	75.5	49.0	40.1
资产减值准备	1.1	6.4	-	-	-	PB(X)	17.6	7.6	8.3	7.3	6.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-232.4	-28.7	-48.6	105.7	99.1
财务费用	16.6	74.1	85.7	89.8	110.6	P/S	32.0	7.4	5.5	4.3	3.4
投资损失	-2.2	-5.5	-2.9	-3.5	-4.0	EV/EBITDA	70.7	38.2	51.5	36.1	29.8
少数股东损益	-0.6	9.1	4.1	9.3	18.1	CAGR(%)	129.7%	56.9%	86.8%	129.7%	56.9%
营运资金的变动	-154.9	-673.6	-400.6	-597.2	-863.2	PEG	3.5	2.2	0.9	0.4	0.7
经营活动产生现金流量	-21.3	-198.6	27.1	7.0	-125.7	ROIC/WACC	0.5	1.7	1.1	1.4	1.5
投资活动产生现金流量	-136.9	-373.1	9.6	2.4	2.5	REP	9.8	2.0	5.7	4.0	3.1
融资活动产生现金流量	52.5	927.1	-274.4	104.2	267.2						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

吴永强声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

