

医药：精华制药（002349）跟踪点评

2015年05月26日

外延并购增强盈利

强烈推荐（上调）

⑤ 事件：

拟向特定对象蔡炳洋、张建华和蔡鹏以发行股份及支付现金相结合方式购买其合计持有的东力企管 100% 股权，交易对价 6.92 亿元，其中三分之二非公开股份筹资，发行价格 26.38 元/股，预计发行数量 1,747.79 万股，募集资金 4.61 亿元；三分之一现金支付，预计 2.31 亿元。同时拟向第一大股东南通产控非公开发行 264.32 万股，发行价格 29.51 元/股，募集资金 7,800 万元。以上参与定向增发的股东锁定期均为 36 个月。

⑤ 并购可实现协同效应

南通东力主要从事医药中间体及化工中间体的研发、生产和销售，双方在一个园区，地理位置靠近，便于管理，还可以进一步整合各自优势资源、实现良好的协同效应。

⑤ 业绩承诺，体现信心

交易对方蔡炳洋、张建华、蔡鹏承诺，东力企管 2015 年度、2016 年度、2017 年度净利润（扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）分别不低于 5,200 万元、6,240 万元、7,737.6 万元，三年考核期实现的净利润之和不低于 19,177.6 万元，业绩外不成的部分现金补偿。

⑤ 投资策略

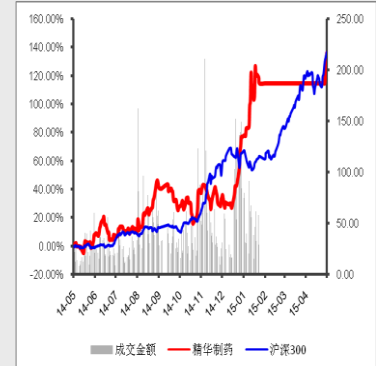
由于此次重大重组需要等待江苏省国资委及证监会审核通过，时间不好把握，因此我们暂时继续维持此前的预测，每股收益分别为 0.23 元、0.36 元和 0.49 元。鉴于公司业绩面临拐点，外延性并购符合预期，上调评级给予“强烈推荐”评级。

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	296.47	267.39	176.25	113.44	82.76
PB	15.75	7.63	7.41	7.06	6.63

市场表现 截至 2015.05.25

市场数据 2015-05-25

A 股收盘价（元）	40.59
一年内最高价（元）	40.59
一年内最低价（元）	15.97
上证指数	4,813.80
市净率	8.48
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）	80.1

分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

证券研究报告

目 录

一、收购东力企管 100% 股权.....	4
二、业绩补偿及业绩奖励.....	4
三、本次收购可实现协同效应.....	5
四、投资建议.....	5
五、风险提示.....	6
1、外延性并购风险.....	6
2、原材料成本上升风险.....	6
3、食品药品安全事件.....	6

图表目录

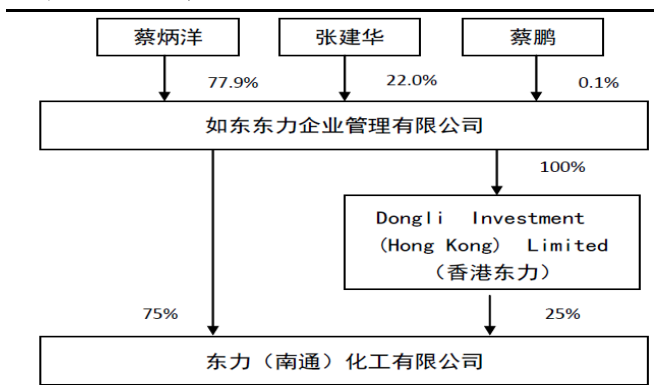
图表 1: 东力企管股权结构.....	4
图表 2: 对价支付方式.....	4

一、收购东力企管 100%股权

拟向特定对象蔡炳洋、张建华和蔡鹏以发行股份及支付现金相结合方式购买其合计持有的东力企管 100%股权，交易对价 6.92 亿元，其中三分之二非公开股份筹资，发行价格 26.38 元/股，预计发行数量 1,747.79 万股，募集资金 4.61 亿元；三分之一现金支付，预计 2.31 亿元。同时拟向第一大股东南通产控非公开发行 264.32 万股，发行价格 29.51 元/股，募集资金 7,800 万元。以上参与定向增发的股东锁定期均为 36 个月。

东力企管直接持有南通东力 75%股权并通过全资子公司香港东力持有南通东力其余 25%股权。本次主要是为了收购南通东力 100%的股权。

图表 1: 东力企管股权结构



数据来源：公司公告、华融证券整理

图表 2: 对价支付方式

交易对方	交易金额	发行股份数	股份支付	现金支付
蔡炳洋	538,756,400.72	13,615,274	359,170,928.12	179,585,472.60
张建华	152,151,996.30	3,845,135	101,434,661.3	50,717,335.00
蔡鹏	691,602.98	17,478	461,069.64	230,533.34
合计	691,600,000	17,477,887	461,066,659.06	230,533,340.94

数据来源：公司公告、华融证券整理

二、业绩补偿及业绩奖励

本次交易提出了业绩补偿及业绩奖励，有利于保障业绩顺利完成，即使出现问题，也可以得到现金补偿，不会损害上市公司利益。

交易对方蔡炳洋、张建华、蔡鹏承诺，东力企管 2015 年度、2016 年度、2017 年度净利润（扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）分别不低于 5,200 万元、6,240 万元、7,737.6 万元，三年考核期实现的净利润之和不低于 19,177.6 万元。如标的公司考核期内截至当年度实现的实际净利润之和未达到截至当年度的承诺净利润之和，则蔡炳洋、张建华、蔡鹏基于其本次交易所取得的股份和现金对价对公司进行赔偿。

若东力企管在三年考核期内实际实现的净利润（扣除非经常性损益后归属

于母公司所有者的净利润)合计超过承诺净利润数且应收账款回收指标达标,则将三年累积实际净利润超出承诺净利润数部分的 20%奖励给以蔡炳洋为首为标的公司管理团队,上述奖励由东力企管以现金方式支付并计入当期开支。

三、本次收购可实现协同效应

南通东力主要从事医药中间体及化工中间体的研发、生产和销售,精华制药医药化工生产基地与南通东力厂址在同一个园区,地理位置靠近,便于管理。同时双方的生产、销售、研发和产品认证、环境管理及安全管理等运行特点和模式相似,还可以进一步整合各自优势资源、实现良好的协同效应。并购后精华制药将协助南通东力完善原料药产品的 GMP 管理体系,提升研发水平,加快南通动力原料药认证管理等。

南通东力主要产品为甲基胍及偏二甲胍系列产品、异戊酰氯等医药化工产品,该产品目前在细分领域中的竞争对手较少,毛利率较高,2014、2013 年度毛利率分别为 52.83%、42.76%。收入结构当中,甲基胍系列产品占比较高,2015 年 1-4 月、2014 年度、2013 年度分别占收入比重为到 93.17%、93.07% 和 83.12%,产品较为集中。目前公司已经开发了米屈胍系列新产品,力图培育新的增长点,增强抗风险能力。

甲基胍系列产品可用作头孢曲松钠等抗生素原料药的重要合成材料,米屈胍系列用于心血管药物合成。精华制药在抗生素原料药和心脑血管药物方面涉足较少,本次收购可弥补不足,增强盈利能力。

精华制药董事会制定了“以中成药为重点,以特色原料药及医药中间体和新型化学制剂为两翼,涉足生物制药产业”的发展战略,丰富产品品种、扩大经营规模一直是公司奋斗的目标。本次交易开启了精华制药外延性扩张的新篇章,外延收购大幕刚刚拉起。

四、投资建议

由于此次重大重组需要等待江苏省国资委及证监会审核通过,时间不好把握,因此我们暂时继续维持此前的预测,2015-2017 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 176 倍、113 倍和 83 倍,鉴于公司业绩面临拐点,且存外延性并购刚刚开局,我们上调公司评级,给予公司“强烈推荐”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:

资产负债表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	522.0	1,217.7	1,101.4	1,190.8	1,298.7
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
非流动资产	548.8	668.9	749.2	757.7	792.6
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
资产总计	1,070.8	1,886.6	1,850.6	1,948.5	2,091.3
流动负债	257.8	273.8	171.2	189.0	224.2
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
长期负债	71.2	78.2	103.2	112.6	124.8
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
负债合计	329.0	352.0	274.4	301.7	349.0
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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-61.7	37.9	86.2	109.5	104.4
净利润	40.7	40.6	59.9	93.0	127.5
折旧摊销	25.2	39.6	37.4	50.2	53.8
财务费用	3.1	4.4	-10.4	-12.3	-12.7
投资收益	9.2	-6.9	0.6	0.7	0.9
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
投资活动现金流	-43.5	-23.7	-116.1	-57.7	-87.4
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
筹资活动现金流	69.3	721.3	-96.2	-0.7	-7.0
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

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
营业利润	39.2	39.8	55.0	94.8	138.8
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
利润总额	42.8	51.1	70.4	109.4	150.0
所得税	2.2	10.5	10.6	16.4	22.5
净利润	40.7	40.6	59.9	93.0	127.5
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
同比增长率					
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%
盈利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股资料 (元)					
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
估值比率					
PE	296.47	267.39	176.25	113.44	82.76
PB	15.75	7.63	7.41	7.06	6.63

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