# 二线品种实现高增长，积极布局医疗服务和金融服务领域

**核心观点：**

## 1、事件

公司发布中期报告，公司实现营业收入 126,460.54 万元，同比增长 39.49%；归属于上市公司股东的净利润为 32,369.47 万元，同比增加 59.72%。实现 EPS0.44 元。

## 2、我们的观点

### (一)业绩符合预期，二线品种实现高增长

报告期内公司完成了普德药业的并表，普德贡献收入 2.2 亿，利润 7251 万(普德上半年总计完成收入 2.7 亿，利润 8996 万)。我们认为，考虑到上半年收购尚处在磨合期，普德上半年利润情况基本符合业绩承诺。

分子公司看，上海华拓及南京万川（主要产品磷酸肌酸钠）实现净利润 14,653.50 万元，同比增长 66.34%，超出我们的预期。澳诺（主要产品锌钙特）实现净利润 3,712.65 万元，同比增长 44.27%，超出我们的预期。蒲公英（主要产品安脑丸）实现净利润 2,050.58 万元，同比增长 25.14%。蒲公英利润增速较低，主要是销售模式调整，实际安脑丸终端增速在 50%以上。目前，公司进行了对收购公司的资源整合、调整销售结构、加强学术推广等一系列加强销售的措施。主业方面，估计鹿瓜多肽保持了 10%左右的稳定增长。我们认为，公司已经建立了比较完整的业务线，目前高增长业务已经占总利润的 60%-70%，全年业绩增速可以保持较高增长。

### （二）收购射阳振阳医院，布局医疗服务领域

8 月，公司公告拟通过现金增资的方式取得振阳医院 70%的权益，交易价格预计不超过 1.76 亿元，目前振阳医院床位数约 500 张。振阳医院在江苏盐城市射阳县经营时间十余年，是当地最大最有影响力的民营医疗机构，具有较高的医疗水平、品牌影响力和相对稳定的医疗管理团队。

振阳医院于 2015 年完成新建，并于 2015 年 3 月份完成原有业务、部分资产及人员等的迁址及正式运营，经营面积和硬件条件均有很大改善。在本地现有医疗机构资源不能满足日益增长的医疗需求背景下，预计振阳医院将具有较大的发展空间及盈利预期。

**誉衡药业（002437）**

**推荐**　维持

**分析师**

☎：李平祝
✉：lipingzhu@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢
全铭
☎：（8610）66568837
✉：quanming@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

| 市场数据 | 时间 2015.8.27 |
|---|---|
| A 股收盘价(元) | 24.48 |
| A 股一年内最高价(元) | 61.49 |
| A 股一年内最低价(元) | 21.88 |
| 上证指数 | 3083.59 |
| 市净率 | 5.48 |
| 总股本（亿股） | 7.32 |
| 实际流通 A 股（亿股） | 7.00 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 171 |

**相关研究**

### （三）设立誉衡金服，试水金融服务领域

公司在医药行业经营多年，对医药产业链有深刻认知。6 月，公司出资 1 亿元设立全资子公司誉衡金服。通过设立誉衡金服为公司的上下游客户提供金融服务支持，有利于提升供应商、代理商、分销商的财务能力，增强客户对公司的黏性，进而间接推动公司产品销量的增长，并提升资金使用效率。

公司拟以誉衡金服作为拓展金融板块的投资管理旗舰平台，日后拓展包括互联网金融、基金、商业保理、融资租赁、小额贷款、第三方支付平台等多领域业务，通过尝试构建多牌照、多功能的金融平台，突破传统医药行业的限制，从产业的高度、以更开阔的视角探索公司发展新途径。

### （四）开展生物药平台建设，促进创新型生物药的快速开发

公司拟通过采取联盟合作方式，着手布局生物药平台建设，推进创新型生物药的快速开发和产业拓展。公司与上海药明康德新药开发有限公司、无锡药明康德生物技术有限公司分别签署了协议。

## 3.投资建议

结合公司当前经营情况，我们预计 2015~2017 年公司实现 EPS 分别为 1.07、1.29、1.54 元，对应 PE 为 23 倍、17 倍、15 倍。我们看好公司的股东、管理团队、几年储备的产品及产业整合能力，维持“推荐”的评级。

## 4、主要风险因素

药品降价风险；新业务拓展风险

**附表 1：公司财务报表（百万元）**

| 利润表 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1905.82 | 2880.73 | 3357.65 | 3923.77 | 毛利率 | 62.96% | 62.96% | 62.96% | 62.96% |
| 营业成本 | 705.89 | 1066.98 | 1243.62 | 1453.30 | 三费/销售收入 | 36.25% | 33.08% | 32.15% | 31.67% |
| 营业税金及附加 | 25.62 | 38.72 | 45.14 | 52.75 | EBIT/销售收入 | 30.00% | 28.52% | 28.52% | 28.62% |
| 营业费用 | 406.41 | 434.99 | 540.58 | 667.04 | EBITDA/销售收入 | 35.43% | 34.19% | 33.38% | 32.69% |
| 管理费用 | 260.14 | 432.11 | 503.65 | 588.57 | 销售净利率 | 23.91% | 28.54% | 29.46% | 29.95% |
| 财务费用 | 24.40 | 85.90 | 35.36 | -12.99 | ROE | 14.69% | 22.19% | 22.34% | 22.22% |
| 资产减值损失 | 0.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 11.86% | 18.24% | 18.29% | 18.40% |
| 投资收益 | 8.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROIC | 29.95% | 28.27% | 33.91% | 44.20% |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 销售收入增长率 | 45.72% | 51.15% | 16.56% | 16.86% |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBIT 增长率 | 127.92% | 43.69% | 16.56% | 17.27% |
| 营业利润 | 491.15 | 822.03 | 989.31 | 1175.11 | EBITDA 增长率 | 111.84% | 45.85% | 13.81% | 14.46% |
| 其他非经营损益 | 56.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润增长率 | 98.46% | 80.40% | 20.35% | 18.78% |
| 利润总额 | 547.58 | 822.03 | 989.31 | 1175.11 | 总资产增长率 | 66.77% | -6.59% | 16.23% | 16.59% |
| 所得税 | 91.92 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 股东权益增长率 | 26.35% | 19.40% | 19.55% | 19.43% |

| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 455.66 | 822.03 | 989.31 | 1175.11 | 经营营运资本增长率 | -359.26% | 77.15% | -502.52% | 164.87% |
| 少数股东损益 | 11.89 | 21.45 | 25.82 | 30.66 | 资产负债率 | 35.67% | 17.64% | 15.18% | 13.02% |
| 归属母公司股东净利润 | 443.77 | 800.58 | 963.49 | 1144.44 | 投资资本/总资产 | 60.27% | 62.68% | 48.53% | 42.87% |
| 资产负债表 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 带息债务/总负债 | 45.35% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 货币资金 | 983.61 | 903.83 | 1922.40 | 2720.26 | 流动比率 | 1.06 | 2.93 | 4.96 | 7.30 |
| 应收和预付款项 | 288.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 速动比率 | 0.93 | 2.05 | 4.37 | 6.18 |
| 存货 | 163.45 | 377.16 | 252.95 | 483.40 | 股利支付率 | 6.31% | 26.80% | 26.80% | 26.80% |
| 其他流动资产 | 10.62 | 10.62 | 10.62 | 10.62 | 收益留存率 | 93.69% | 73.20% | 73.20% | 73.20% |
| 固定资产和在建工程 | 831.40 | 722.48 | 613.56 | 504.64 | 总资产周转率 | 0.40 | 0.64 | 0.64 | 0.64 |
| 无形资产和开发支出 | 2251.84 | 2200.83 | 2149.82 | 2098.80 | 固定资产周转率 | 2.35 | 3.99 | 5.47 | 7.78 |
| 其他非流动资产 | 292.79 | 289.44 | 286.10 | 286.10 | 存货周转率 | 4.32 | 2.83 | 4.92 | 3.01 |
| 资产总计 | 4822.26 | 4504.37 | 5235.45 | 6103.83 | 业绩和估值指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 短期借款 | 780.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBIT | 571.71 | 821.50 | 957.51 | 1122.88 |
| 应付和预收款项 | 414.72 | 269.36 | 269.36 | 269.36 | EBITDA | 675.20 | 984.78 | 1120.79 | 1282.81 |
| 其他负债 | 525.35 | 525.35 | 525.35 | 525.35 | NOPLAT | 428.21 | 821.50 | 957.51 | 1122.88 |
| 负债合计 | 1720.07 | 794.71 | 794.71 | 794.71 | 净利润 | 443.77 | 800.58 | 963.49 | 1144.44 |
| 股本 | 731.89 | 731.89 | 731.89 | 731.89 | EPS | 0.595 | 1.074 | 1.293 | 1.536 |
| 资本公积 | 1270.33 | 1270.33 | 1270.33 | 1270.33 | BPS | 4.054 | 4.840 | 5.787 | 6.911 |
| 留存收益 | 1019.00 | 1605.01 | 2310.27 | 3147.99 | PE | 41.11 | 22.79 | 18.94 | 15.94 |
| 归属母公司股东权益 | 3021.22 | 3607.23 | 4312.50 | 5150.21 | PB | 6.04 | 5.06 | 4.23 | 3.54 |
| 少数股东权益 | 80.97 | 102.42 | 128.24 | 158.90 | PS | 9.57 | 6.33 | 5.43 | 4.65 |
| 股东权益合计 | 3102.19 | 3709.65 | 4440.73 | 5309.11 | PCF | 27.06 | 19.95 | 14.65 | 17.34 |
| 负债和股东权益合计 | 4822.26 | 4504.37 | 5235.45 | 6103.83 | EV/EBIT | 31.14 | 20.86 | 16.86 | 13.70 |
| 现金流量表 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | EV/EBITDA | 26.37 | 17.40 | 14.40 | 11.99 |
| 经营性现金净流量 | 674.31 | 914.27 | 1245.00 | 1052.35 | EV/NOPLAT | 41.57 | 20.86 | 16.86 | 13.70 |
| 投资性现金净流量 | -1491.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/IC | 6.13 | 6.07 | 6.35 | 5.88 |
| 筹资性现金净流量 | 1048.51 | -994.04 | -226.43 | -254.50 | ROIC-WACC | 29.95% | 28.27% | 33.91% | 44.20% |
| 现金流量净额 | 231.56 | -79.78 | 1018.57 | 797.86 | 股息率 | 0.002 | 0.012 | 0.014 | 0.017 |

*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，行业分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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 15 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：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn