

天衡业绩贡献突出, 外延收购持续推进

- **事件:** 2015年前三季度公司实现营业收入、扣非后净利润分别为5.14亿元、4680万元, 同比增长分别为55.3%、26.6%; 2015Q3公司营业收入、扣非后净利润分别为2.2亿元、2331万元, 同比增长分别为118%、412%。
- **主业持续受市场影响, 天衡成公司增长新引擎。** 2015年前三季度公司收入同比增长55.3%, 是去年同期增速的2倍。主要原因如下: 1) 从公司营收结构来看, 前三季营收增长主要来自于子公司宁波天衡药业的合并报表, 纳入合并范围的营业收入预计1.5亿元(全年预计超过2.4亿元); 2) 如不考虑天衡并表, 公司前三季度传统主业收入约3.6亿元, 主要由抗生素行业持续不景气导致, 使得主营抗生素业务收入增速整体放缓, 同期增长低于10%。我们认为: 在持续外延式扩张与新的专科品种获批后, 抗生素对公司收入影响将逐步变小。2015年前三季扣非后净利润同比增长26.6%, 低于收入增速。主要原因为: 1) 主营抗生素业务盈利能力远低于去年同期水平, 预计前三季度主营业绩为2500万; 2) 天衡产品毛利率高、盈利能力强, Q3的并表贡献了公司一半的净利润, 是公司业绩增长主要来源。我们认为: 公司传统主营抗生素产品受市场影响在持续加重, 收入增速放缓已成既定事实, 预计全年收入增速低于10%; 但由于天衡药业产品属于高毛利率药品, 从整体上能给公司带来明显的收入和业绩增长。考虑天衡并表, 我们预计公司全年收入增速在50%左右, 净利润预计6000万左右。
- **外延式扩张持续推进, 新药研发进入关键期。** 公司除了上半年完成了天衡药业收购之外, 公司紧接着在10月份发布公告称拟收购烟台只楚药业100%股权。我们认为外延式扩张已成为公司未来增长第一动力: 1) 公司上半年收购天衡药业并合并报表对公司业绩增长已经初显成效, 很大程度上弥补了公司今年主营业务增长大幅放缓的影响; 2) 公司趁热打铁, 拟收购烟台只楚药业100%股权。只楚药业拥有超过80个抗生素与专科药的原料药与制剂的生产批件, 对公司业绩增长具有快速促进作用。3) 新型专科药盐酸奈必洛尔目前处于申请生产的最后申请现场核查阶段, 进展顺利, 预计年底会获批生产, 有望成为国内首仿, 分享6-8亿降压药市场蛋糕, 托伐普坦预计明年获批; 4) 天衡药业前三季度经营良好, 我们认为公司有足够的能力去实现天衡扣非净利润承诺(即2015年4000万元、2016年5000万元), 且超预期可能性较大。
- **盈利预测及评级:** 不考虑最新外延收购的影响, 我们预计2015-2017年的每股收益为0.22元、0.28元、0.33元, 对应市盈率为86倍、68倍、57倍。我们认为: 公司新药研究进展顺利, 外延扩张有条不紊的推进, 业务结构升级带来业绩提升效果明显。但短期内, 由于主营业务受市场波动影响较大, 短期内无法消化, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新药获批进展慢于预期风险、药品降价风险、并购企业整合风险

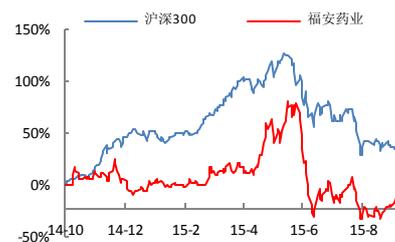
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	448.6	676.7	802.9	901.8
增长率	25.4%	50.8%	18.7%	12.3%
归属母公司净利润(百万元)	45.7	61.2	78.2	92.7
增长率	19.1%	33.8%	27.8%	18.5%
每股收益EPS(元)	0.16	0.22	0.28	0.33
净资产收益率ROE	2.69%	3.56%	4.49%	5.25%
PE	90	67	53	44
PB	2.41	2.38	2.35	2.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn
 联系人: 陈进
 电话: 021-68416017
 邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.82
流通A股(亿股)	1.5
52周内股价区间(元)	14-40.97
总市值(亿元)	53.44
总资产(亿元)	24.63
每股净资产(元)	7.53

相关研究

1. 福安药业(300194): 抗生素产品竞争激烈, 转型升级积极推进中 (2015-08-26)
2. 福安药业(300194): 重磅产品值得期待, 全年业绩持续看好 (2015-04-27)
3. 福安药业(300194): 14年业绩增长稳定, 产品收入结构改善 (2015-03-30)
4. 福安药业(300194): 拟收购宁波天衡, 强化肿瘤专科药产品线 (2014-11-05)
5. 福安药业(300194): 业绩增长持续, 全年或超预期 (2014-10-24)
6. 福安药业(300194): 产品结构逐渐改善, 业绩拐点确定 (2014-08-19)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	448.57	676.67	802.96	901.80	净利润	45.87	61.36	78.45	92.99
营业成本	305.79	361.26	405.13	457.99	折旧与摊销	47.59	63.88	63.88	63.88
营业税金及附加	1.84	2.83	3.20	3.67	财务费用	-20.34	3.38	4.01	4.51
销售费用	26.58	148.87	192.71	207.41	资产减值损失	3.96	0.00	0.00	0.00
管理费用	79.51	87.97	104.39	117.23	经营营运资本变动	-7.63	-66.51	-51.00	-53.47
财务费用	-20.34	3.38	4.01	4.51	其他	-100.72	0.04	0.00	-0.01
资产减值损失	3.96	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-31.27	62.15	95.34	107.90
投资收益	2.58	0.00	0.00	0.00	资本支出	-26.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	50.44	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	23.70	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.80	72.37	93.52	110.99	短期借款	0.00	578.00	-178.00	0.00
其他非经营损益	0.19	1.56	1.00	1.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	53.99	73.93	94.52	112.04	股权融资	-6.99	0.00	0.00	0.00
所得税	8.13	12.57	16.07	19.05	支付股利	-34.68	-41.32	-55.27	-70.67
净利润	45.87	61.36	78.45	92.99	其他	6.39	-6.56	-4.01	-4.51
少数股东损益	0.16	0.21	0.27	0.33	筹资活动现金流净额	-35.29	530.12	-237.29	-75.18
归属母公司股东净利润	45.71	61.15	78.18	92.67	现金流量净额	-42.86	592.28	-141.95	32.72
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	761.45	1353.72	1211.78	1244.49	成长能力				
应收和预付款项	163.39	220.80	263.82	300.09	销售收入增长率	25.38%	50.85%	18.66%	12.31%
存货	180.26	212.92	238.79	269.95	营业利润增长率	24.32%	34.50%	29.24%	18.67%
其他流动资产	11.26	13.70	16.26	18.26	净利润增长率	18.84%	33.78%	27.86%	18.53%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	51.48%	72.25%	15.61%	11.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	534.04	479.19	424.33	369.47	毛利率	31.83%	46.61%	49.55%	49.21%
无形资产和开发支出	153.78	145.23	136.68	128.12	三费率	19.12%	35.50%	37.50%	36.50%
其他非流动资产	28.01	27.54	27.08	26.61	净利率	10.23%	9.07%	9.77%	10.31%
资产总计	1832.19	2453.10	2318.72	2357.00	ROE	2.69%	3.56%	4.49%	5.25%
短期借款	0.00	578.00	400.00	400.00	ROA	2.50%	2.50%	3.38%	3.95%
应付和预收款项	89.08	113.42	132.52	146.86	ROIC	3.00%	6.41%	8.15%	9.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.07%	20.63%	20.10%	19.89%
其他负债	35.61	37.30	38.65	40.26	营运能力				
负债合计	124.69	728.72	571.16	587.12	总资产周转率	0.24	0.32	0.34	0.39
股本	260.13	282.03	282.03	282.03	固定资产周转率	1.11	1.40	1.87	2.41
资本公积	1131.82	1109.92	1109.92	1109.92	应收账款周转率	8.47	8.62	8.14	7.82
留存收益	311.78	331.61	354.51	376.51	存货周转率	1.81	1.84	1.79	1.80
归属母公司股东权益	1706.91	1723.56	1746.47	1768.46	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	61.76%	—	—	—
少数股东权益	0.60	0.81	1.09	1.41	资本结构				
股东权益合计	1707.51	1724.37	1747.55	1769.87	资产负债率	6.81%	29.71%	24.63%	24.91%
负债和股东权益合计	1832.19	2453.10	2318.72	2357.00	带息债务/总负债	0.00%	79.32%	70.03%	68.13%
					流动比率	11.34	2.56	3.18	3.27
					速动比率	9.51	2.26	2.74	2.79
					股利支付率	75.88%	67.57%	70.70%	76.27%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	81.06	139.62	161.41	179.37	每股收益	0.16	0.22	0.28	0.33
PE	89.90	67.20	52.56	44.34	每股净资产	6.05	6.11	6.20	6.28
PB	2.41	2.38	2.35	2.32	每股经营现金	-0.11	0.22	0.34	0.38
PS	9.16	6.07	5.12	4.56	每股股利	0.12	0.15	0.20	0.25
EV/EBITDA	37.08	23.71	20.28	18.07					
股息率	0.84%	1.01%	1.35%	1.72%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn