



## 外延收购贡献显著, 收购只楚药业促增长

- **事件:** 近日公司公告称, 公司拟以发行新股和募集现金作价 15 亿元收购烟台只楚药业。
- **收购天衡药业尝甜头, 持续外延收购不动摇。** 公司持续外延并购, 以防止因主营业务行情不稳定导致的业绩下滑。之前公司收购宁波天衡药业, 给公司贡献了前三季度收入和利润增长部分, 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, 主要原因是天衡药业并表所得, 预计 2015 年全年公司营收与净利润增长将主要依靠天衡药业。烟台只楚药业体量与公司当前体量大致相当, 收购成功后可实现再造一个福安药业。
- **丰富公司抗生素品种, 抗市场风险能力增强。** 在持续的限抗政策影响下, 公司主营氨曲南、磺苄西林、替卡西林等品种原料药价格受市场持续动荡而出现价格下滑显像, 严重影响了公司业绩。只楚药业是以庆大霉素、麦白霉素等抗生素原料药为主营产品, 2013/2014 年原料药业务收入占比均超过 85%。2014 年公司营收 5.9 亿, 净利润为 6500 万, 其盈利能力超过抗生素原料药行业平均水平, 达到了化学制剂盈利水准。2015-2017 年业绩承诺分别是不低于 8000 万元、1 亿元、1.2 亿元, 该收购成功之后将大幅增厚公司营业收入与净利润。除此之外, 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, 对公司产品线进行有效的补充。
- **自研专科药品受阻, 外延收购撑起公司半边天。** 公司及子公司庆余堂近期被动撤回了三个自研品种, 分别是托伐普坦片、甲磺酸伊马替尼片、甲磺酸伊马替尼胶囊, 这三个品种是公司自研药物中进展靠前项目, 原计划在未来 2-3 年内能获批上市的品种, 上市后年销售额能达到 3-5 亿元。此次撤回虽然不会影响当前的经营, 但肯定对未来业绩造成损失, 在自研专科药品种受阻的情况下, 外延收购弥补了新品种获批受阻造成的业绩缺失, 将内生增长缺失影响最小化。
- **业绩预测与估值:** 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 122 倍、107 倍、79 倍。我们认为: 收购天衡药业及未来外延扩张的有效实施, 公司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:** 药品降价风险、并购企业整合风险。

指标库度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	448.57	676.67	802.96	901.80
增长率	25.38%	50.85%	18.66%	12.31%
归属母公司净利润(百万元)	45.71	48.24	54.86	74.09
增长率	19.13%	5.55%	13.72%	35.04%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.17	0.19	0.26
净资产收益率 ROE	2.69%	2.83%	3.20%	4.25%
PE	129	122	107	79
PB	3.44	3.44	3.41	3.36

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

分析师: 何治力

执业证号: S1250515090002

电话: 023-67898264

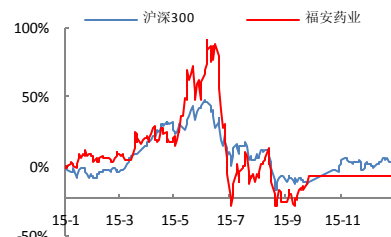
邮箱: hzl@swsc.com.cn

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)	64.69
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): 天衡业绩贡献突出, 外延收购持续推进 (2015-10-26)
2. 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)
3. 福安药业(300194): 重磅产品值得期待, 全年业绩持续看好 (2015-04-27)
4. 福安药业(300194): 14 年业绩增长稳定, 产品收入结构改善 (2015-03-30)

**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	48.41	55.06	74.35
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	18.98	32.21	26.97
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	18.98	32.21	26.97	其他	-100.72	0.04	0.00	-0.01
资产减值损失	3.96	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-31.27	64.80	100.14	111.72
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	<b>投资活动现金流净额</b>	23.70	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	53.80	56.77	65.33	88.52	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
<b>利润总额</b>	53.99	58.33	66.33	89.58	股权融资	-6.99	0.00	0.00	0.00
所得税	8.13	9.92	11.28	15.23	支付股利	-34.68	-41.32	-43.61	-49.59
净利润	45.87	48.41	55.06	74.35	其他	6.39	-22.16	-32.21	-26.97
少数股东损益	0.16	0.17	0.19	0.26	<b>筹资活动现金流净额</b>	-35.29	514.53	-253.82	-76.57
归属母公司股东净利润	45.71	48.24	54.86	74.09	<b>现金流量净额</b>	-42.86	579.33	-153.68	35.15
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	1340.78	1187.09	1222.24	<b>成长能力</b>				
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%	5.51%	15.08%	35.50%
其他流动资产	11.26	13.70	16.26	18.26	净利润增长率	18.84%	5.55%	13.72%	35.04%
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	<b>获利能力</b>				
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%	37.81%	41.01%	38.99%
其他非流动资产	28.01	27.54	27.08	26.61	净利率	10.23%	7.15%	6.86%	8.24%
<b>资产总计</b>	1832.19	2440.15	2294.03	2334.75	ROE	2.69%	2.83%	3.20%	4.25%
短期借款	0.00	578.00	400.00	400.00	ROA	2.50%	1.98%	2.40%	3.18%
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	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	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	318.71	329.96	354.45	存货周转率	1.81	1.84	1.79	1.80
归属母公司股东权益	1706.91	1710.66	1721.91	1746.40	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	0.77	0.96	1.22	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1707.51	1711.43	1722.87	1747.63	资产负债率	6.81%	29.86%	24.90%	25.15%
负债和股东权益合计	1832.19	2440.15	2294.03	2334.75	带息债务/总负债	0.00%	79.32%	70.03%	68.13%
					流动比率	11.34	2.55	3.13	3.23
					速动比率	9.51	2.24	2.69	2.75
					股利支付率	75.88%	85.64%	79.49%	66.94%
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	0.17	0.19	0.26
PE	128.65	121.89	107.18	79.37	每股净资产	6.05	6.07	6.11	6.20
PB	3.44	3.44	3.41	3.36	每股经营现金	-0.11	0.23	0.36	0.40
PS	13.11	8.69	7.32	6.52	每股股利	0.12	0.15	0.15	0.18
EV/EBITDA	57.23	36.49	31.41	28.07					
股息率	0.59%	0.70%	0.74%	0.84%					

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（地区销售总监）

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

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn