

销售持续投入, 业绩增速低于预期

- 概况:** 2015年公司实现营业收入、扣非净利润分别为4.3亿元、-525万元, 同比增长分别为21%、持续亏损。2015Q4公司营业收入、扣非净利润分别为1.5亿元、227万元, 同比增长分别为63%、扭亏为盈; 公司同时公告拟以发行股份的方式购买东盛集团、磐鑫投资、鼎盛金禾合法持有的山西广誉远合计40%股权, 本次标的资产交易作价暂定为12.92亿元, 发行价为25.43元/股; 公司拟向不超过10名特定投资者发行股份募集配套资金不超过12.25亿元, 发行价格不低于26.56元/股; 继续停牌。
- 销售持续投入, 全年业绩增速低于预期。** 2015年收入为4.3亿元, 同比增长约为21%。期间内新增医药商业收入约0.6亿元, 而医药工业(含保健酒)收入约为3.6亿元, 同比增长为4%。医药工业收入增速低于预期的原因为: 1) 保健酒新产能建设进展低于预期; 2) 车间GMP认证停产影响。估算龟龄集系列、定坤丹系列收入同比增长分别为5.8%、27.6%, 其中龟龄集系列增速相对较低主要是因为公司对经销商鼓励政策发生变化, 预计终端增速应该在20%以上。2015年公司扣非后净利润约为-525万元, 持续亏损。具体原因如下: 1) 受原材料价格波动及收入结构变化, 公司毛利率约为72.7%, 同比下滑约2.8个百分点; 2) 对销售网络建设持续投入, 新增销售费用约3000万元。期间费用率约为74.4%, 高于毛利率约1.7个百分点, 我们认为随着销售网络的建设完成, 期间费用率与毛利率倒挂现象将消除, 利润将逐渐体现。2015Q4收入同比增长63%。主要原因为公司进行GMP改造导致停产, 复产后恢复发货导致收入增速上升。我们认为公司产品终端销售增速较快, 预计2016年收入或超过9亿元。
- 山西广誉远为中药优质标的, 通过收购加强控制和整合力度。** 1) 山西广誉远为上市公司控股子公司(占55%), 其主要业务为精品中药、传统中药及养生酒的生产及销售。产品有定坤丹、龟龄集、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、龟龄集酒等。公司拥有药品注册批件104个和保健食品注册批件1个, 医保目录78个, 基药目录33个; 2) 产能建设有序推进。经过前期的生产工艺改造, 山西广誉远产能由2014年400万瓶、1200万丸提升至600万瓶、1300万丸, 龟龄集酒产能扩建也在积极进行过程中。同时在2015年也完成了对除龟龄集酒之外的产品线GMP认证, 有力保障产能; 3) 如果本次收购子公司的少数股权成功, 上市公司持有山西广誉远的股权比例将从55%上升到95%, 彻底解决了因共同投资而产生的关联交易, 显著提升归属于上市公司股东的净利润, 增强上市公司的持续盈利能力和抗风险能力。同时通过本次收购也将增强对标的公司控制能力, 进一步提升上市公司的整体管理效率, 实现资源更有效配置。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	428.44	957.83	1744.33	2754.36
增长率	20.97%	123.56%	82.11%	57.90%
归属母公司净利润(百万元)	2.03	60.51	239.52	437.21
增长率	-94.46%	2880.42%	295.82%	82.54%
每股收益EPS(元)	0.01	0.16	0.64	1.17
净资产收益率ROE	1.27%	2.99%	10.59%	16.20%
PE	4376	198	50	27
PB	12.05	5.91	3.93	3.29

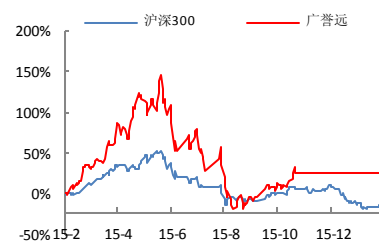
数据来源: Wind, 西南证券

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

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.78
流通A股(亿股)	2.44
52周内股价区间(元)	20-63.59
总市值(亿元)	88.84
总资产(亿元)	10.66
每股净资产(元)	2.57

相关研究

- 广誉远(600771): 战略聚焦中药领域, 打造保健生态圈 (2015-05-15)

- **“传统中药+精品中药+保健酒”三驾马车保增长。** 1) 在精品中药方面，对原材料种植源头如枸杞、鹿茸、人参种植领域大力投入，按照 GAP 要求建设九大药材基地，保证药材品质与供应。通过精品中药战略，建立企业品牌形象，再以精品中药带动整个企业产品销售增长，预计 2016 年精品中药收入超过 2 亿元；2) 在传统中药方面，公司将进一步整合终端资源，坚持以学术为引领，加强中医专家队伍建设，大力推进精细化招商，加大空白市场开发，提高产品市场占有率，预计传统中药收入超过 6 亿元；3) 公司保健酒在销售方面有 100 余人队伍，预计将做到 200-300 人规模。2016 年将进行加味龟龄集酒车间 GMP 认证，同时调整终端策略，以药店终端为主导，围绕山西、江苏两大中心，加大市场开发力度，预计 2016 收入超过 6000 万元。
- **盈利预测及评级：**如考虑本次发行方案，我们预计 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别为 0.16 元、0.64 元、1.17 元，对应市盈率为 198 倍、50 倍、27 倍，经过 2015 年对终端的持续投入，“传统中药+精品中药+保健酒”三驾马车战略逐渐明晰，收入增速或有超预期表现，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销售网络建设或慢于预期、产品销售收入或低于预期、定增收购方案进展或低于预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	428.44	957.83	1744.33	2754.36	净利润	9.33	60.51	239.52	437.21
营业成本	116.65	251.03	509.50	884.76	折旧与摊销	5.55	3.28	3.28	3.28
营业税金及附加	8.46	21.17	39.73	60.72	财务费用	5.08	-0.18	-0.88	1.27
销售费用	221.63	478.91	645.40	881.39	资产减值损失	2.15	10.00	10.00	10.00
管理费用	71.53	143.67	244.21	358.07	经营营运资本变动	-54.76	-132.20	-90.38	-128.21
财务费用	5.08	-0.18	-0.88	1.27	其他	-27.35	-19.14	-20.43	-19.93
资产减值损失	2.15	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	-60.01	-77.73	141.11	303.62
投资收益	12.66	10.00	10.00	10.00	资本支出	-62.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-5.13	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-68.09	10.00	10.00	10.00
营业利润	15.61	63.22	306.37	568.14	短期借款	-16.00	-22.82	0.00	0.00
其他非经营损益	5.89	17.46	12.98	14.80	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	21.50	80.68	319.36	582.94	股权融资	621.37	1225.00	0.00	0.00
所得税	12.17	20.17	79.84	145.74	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	9.33	60.51	239.52	437.21	其他	-8.34	0.18	0.88	-1.27
少数股东损益	7.30	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	597.03	1202.35	0.88	-1.27
归属母公司股东净利润	2.03	60.51	239.52	437.21	现金流量净额	468.93	1134.62	151.99	312.35
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	503.48	1638.10	1790.10	2102.45	成长能力				
应收和预付款项	272.76	680.94	1217.48	1949.77	销售收入增长率	20.97%	123.56%	82.11%	57.90%
存货	93.48	200.30	407.85	708.50	营业利润增长率	188.27%	304.97%	384.59%	85.44%
其他流动资产	0.60	1.33	2.43	3.83	净利润增长率	-63.15%	548.78%	295.82%	82.54%
长期股权投资	17.61	17.61	17.61	17.61	EBITDA 增长率	282.98%	152.80%	365.52%	85.47%
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	119.97	118.03	116.08	114.14	毛利率	72.77%	73.79%	70.79%	67.88%
无形资产和开发支出	9.20	8.36	7.51	6.66	三费率	69.61%	64.98%	50.95%	45.05%
其他非流动资产	49.34	48.84	48.35	47.85	净利率	2.18%	6.32%	13.73%	15.87%
资产总计	1066.44	2713.52	3607.41	4950.83	ROE	1.27%	2.99%	10.59%	16.20%
短期借款	22.82	0.00	0.00	0.00	ROA	5.48%	0.87%	2.23%	6.64%
应付和预收款项	189.37	451.10	869.54	1433.20	ROIC	5.29%	14.41%	45.63%	61.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.12%	6.93%	17.70%	20.79%
其他负债	117.11	239.77	475.71	818.26	营运能力				
负债合计	329.31	690.88	1345.25	2251.46	总资产周转率	0.56	0.51	0.55	0.64
股本	277.81	373.81	373.81	373.81	固定资产周转率	8.83	19.11	36.21	59.58
资本公积	1023.54	2152.54	2152.54	2152.54	应收账款周转率	2.99	3.67	3.50	3.28
留存收益	-586.30	-525.79	-286.27	150.93	存货周转率	1.43	1.70	1.67	1.58
归属母公司股东权益	715.04	2000.56	2240.07	2677.28	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	86.79%	—	—	—
少数股东权益	22.09	22.09	22.09	22.09	资本结构				
股东权益合计	737.13	2022.64	2262.16	2699.37	资产负债率	30.88%	25.46%	37.29%	45.48%
负债和股东权益合计	1066.44	2713.52	3607.41	4950.83	带息债务/总负债	6.93%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.73	3.71	2.56	2.13
					速动比率	2.44	3.41	2.26	1.81
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	26.24	66.33	308.78	572.70	每股收益	0.01	0.16	0.64	1.17
PE	4375.84	197.55	49.91	27.34	每股净资产	2.65	5.41	8.14	9.72
PB	12.05	5.91	3.93	3.29	每股经营现金	-0.22	-0.21	0.51	1.09
PS	20.74	12.48	5.09	3.23	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	318.59	154.86	32.77	17.13					
股息率	—	—	—	—					

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