

广证恒生-中关村（000931）-调研报告-医药业务整体增长趋势向好，增发成当务之急

2016-05-31 王亮 唐爱金 陈顺 广证恒生行业研究

证券研究报告

	分析师：王亮	研究助理：唐爱金	研究助理：陈顺
电话：	010-57385534	020-88836115	020-88836120
邮箱：	wangl_a@gzgzhs.com.cn	tangaij@gzgzhs.com.cn	chenshun@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310514080002		

推荐评级

强烈推荐（维持）

现价：	8.0
目标价：	11
股价空间：	35%

主要观点：

医药业务整体增长趋势较好、华素牙膏有望借国美电商平台快速上量

公司旗下的医药业务以华素制药为基础，目前有两个研发中心，三个生产基地，三支销售队伍。华素制药成立后承接了军科院历年研发成果，两研发中心分别为依托军科院合作模式组建的北京华素制药研发中心和2015年与军科院合作成立的药物代谢平台苏雅医药科技；三块生产基地分别为北京华素制药，山东华素制药（预计2017年并表后将增厚业绩），多多药业；销售队伍主要为华素制药的处方药团队、OTC和大健康产品团队、多多药业的销售团队。

公司医药业务增长整体趋好：（1）华素旗下处方药博苏（富马酸比索洛尔）2015年销售规模约2.2亿元，市场重点覆盖三甲医院，营销策略是渠道下沉并开拓招商渠道，同时与多多药业渠道整合，预计未来三年有望实现超常规增长；（2）山东华素的元治（盐酸贝尼地平）在地平类降压药中治疗机理最有优势，是唯一具有膜渗透与三通道阻滞机制的CCB，在降压的同时全面保护人体的心脑血管，特别适合长期服用，得到业内权威专家认可，华素制药处方药团队接手后，近几年持续保持高速增长，去年增速近60%，2015年收入规模6,000多万，按50%年增长率测算，未来2年收入有望实现翻番；（3）华素的OTC品牌品种华素片以及治疗晕车药飞赛乐（盐酸苯环壬酯）预计分别能维持在1.5亿元和5,000多万元的销售规模。（4）多多药业旗下品种曲马多，供给侧受政策限制且市场占有率达40%和年销量约10亿片的乳酸菌素片均具备涨价预期，多多药业有望实现年均20-30%增长，有望超额完成2016-17年业绩承诺的3,710万元、4,710万元。

华素愈创牙膏经国内著名的北京口腔医院临床实验证实有黏膜修复功效，之前主要面向医院、药店及牙科诊所市场销售。今年开始大规模推广商超渠道，今年已签单1亿元的销售合同，上量迅速。由于公司属于小公司大平台，背靠国美集团，该产品后续有望借助大股东国美电商平台上量推广，并可能催生零售经验复制、销售渠道整合的放大效应。

背靠军科院协作研发，药物代谢平台恰逢一致性评价东风

华素制药一直是北京市质量示范企业和国家战略储备药生产基地，依托军事医学科学院强大的研发实力，研发储备品种丰富，有近20个研发项目，近期琥珀酸美托洛尔和盐酸羟吗啡酮等4品种获得临床批文，市场前景很大。2015年新设立的苏雅医药科技公司，专业从事药物代谢研究的机构，为军事医学科学院国家代谢大平台的分平台，是仿制药一致性评价试验机构的最佳选择，恰逢行业推行一致性评价工作导致需求激增，3年内有望抓住一致性评级带来的市场机遇，可望形成公司新的增长点。

创投小巨人，可望分享政策红利

公司旗下控股子公司北京中关村青年科技创业投资有限公司（简称：青创投公司）主营业务为项目投资、投资管理及咨询，根据工商资料查询，其股东北京兴国火炬科技发展有限公司系国家科技部下属企业，青创投公司曾成功投资精达股份（股票代码：600577）。国家鼓励“大众创业、万众创新”，陆续出台新三板分层等配套政策，在5月30日召开的全国科技创新大会、中国科协第九次全国代表大会上，习近平指出，我国科技事业发展的目标是，到2020年时使我国进入创新型国家行列，到2030年时使我国进入创新型国家前列，到新中国成立100年时使我国成为世界科技强国。公司未来发展有望从中获益。

财务费用拖累业绩，增发成公司当务之急

过去由于房地产及建安施工项目的拖累，且外延发展主要依靠自筹投入、公司目前资产负债率高达71.2%，短期借款4.3亿，2014、2015年财务费用7,177万、6,640万。财务费用率持续攀高，由2015Q4的6.16%提升到2016Q1的8.36%；负债高企拖累业绩，增发有望缓解公司财务负债情况。公司2015年拟定增7.1亿，发行底价8.57元/股；控股股东国美控股认购4亿锁3年，方案于2016年2月底拿到证监会批文且于8月底过期，保增发顺利实施已成当务之急。

盈利预测

暂不考虑公司剩余约15亿资产剥离的收益，预计公司2016~2018年对应 EPS 为 0.07、0.11、0.15元，对应当前股价PE分别为111x、73x、51x。考虑到公司转型医药大健康产业的强烈决心，维持“强烈推荐”评级，目标价11元。

风险提示

华素愈创牙膏推广不及预期、多多药业整合不达预期。

附：

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	
营业收入	1078.03	1290.00	1546.50	1797.00	
同比(%)	-64.47%	19.66%	19.88%	16.20%	
归属母公司净利润	151.09	47.17	71.78	102.66	
同比(%)	9.99	-68.78%	52.18%	43.02%	
毛利率(%)	42.54%	52.43%	53.10%	54.96%	
ROE(%)	19.32%	5.21%	7.26%	9.29%	
每股收益(元)	0.22	0.07	0.11	0.15	
P/E	50.84	111.74	73.43	51.34	

附录：公司财务预测表

单位：百万					单位：百万				
资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018
流动资产	1963.97	1809.4	2010.8	2566.7	经营活动现金流	-10.95	482.03	-9.97	347.
现金	216.93	441.64	310.17	545.17	净利润	153.18	67.17	98.78	134.
应收账款	532.97	580.50	695.93	808.65	折旧摊销	39.13	63.60	66.91	71.2
其它应收款	90.80	76.65	79.17	116.71	财务费用	66.40	60.00	60.00	60.0
预付账款	20.52	16.67	16.58	25.56	投资损失	-218.0	-11.50	-11.50	-12.
存货	988.08	608.27	794.84	926.16	营运资金变动	-133.9	295.66	-223.0	95.4
其他	114.67	85.74	114.13	144.52	其它	82.27	7.10	-1.12	-1.6
非流动资产	806.73	749.47	758.70	763.74	投资活动现金流	268.63	-1.95	-63.52	-62.
长期投资	28.08	-3.91	-24.95	-42.40	资本支出	-9.87	34.01	14.49	19.5
固定资产	403.92	421.86	451.84	482.93	长期投资	-87.56	19.79	-26.49	-31.
无形资产	10.29	10.78	11.62	12.53	其他	171.20	51.85	-75.52	-74.
其他	364.44	320.74	320.18	310.68	筹资活动现金流	-164.9	-255.3	-57.97	-50.
资产总计	2770.70	2558.9	2769.5	3330.5	短期借款	25.40	-8.17	-3.02	4.74
流动负债	1766.62	1540.8	1648.4	2070.2	长期借款	-110.0	-12.46	-2.59	-4.4
短期借款	351.40	343.23	340.21	344.95	其他	-80.31	-234.7	-52.36	-50.
应付账款	392.60	390.14	404.76	556.08	现金净增加额	92.78	224.71	-131.4	235.
其他	1022.62	807.52	903.51	1169.2					
非流动负债	131.94	59.73	63.93	68.51	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018
长期借款	30.00	17.54	14.95	10.47	成长能力				
其他	101.94	42.19	48.98	58.04	营业收入增长率	-0.64	0.20	0.20	0.16
负债合计	1898.56	1600.6	1712.4	2138.7	营业利润增长率	3.48	-0.51	0.41	0.34
少数股东权益	67.57	87.57	114.57	146.57	归属于母公司净	9.99	-0.69	0.52	0.43
归属母公司股东	804.57	851.74	923.52	1026.1	获利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	2770.70	2539.9	2750.5	3311.5	毛利率	0.43	0.52	0.53	0.55
					净利率	0.14	0.05	0.06	0.07
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	0.19	0.05	0.07	0.09
营业收入	1078.03	1290.0	1546.5	1797.0	ROIC	0.11	0.05	0.07	0.09
营业成本	619.41	613.63	725.26	809.40	偿债能力				
营业税金及附加	37.58	39.85	48.52	58.18	资产负债率	0.69	0.63	0.62	0.64
营业费用	269.78	330.00	410.00	480.00	净负债比率	0.60	0.39	0.35	0.31
管理费用	116.97	160.00	180.00	220.00	流动比率	1.11	1.17	1.22	1.24
财务费用	66.40	60.00	60.00	60.00	速动比率	0.55	0.78	0.74	0.79
资产减值损失	4.93	10.00	10.00	15.00	营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.41	0.48	0.58	0.59
投资净收益	218.00	11.50	11.50	12.00	应收账款周转率	0.49	0.45	0.45	0.45
营业利润	180.96	88.02	124.21	166.42	应付账款周转率	0.36	0.30	0.26	0.31
营业外收入	3.91	11.00	12.00	12.00	每股指标 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	17.00	20.00	20.00	20.00	每股收益(最新摊	0.22	0.07	0.11	0.15
利润总额	167.86	79.02	116.21	158.42	每股经营现金流	-0.02	0.71	-0.01	0.52
所得税	14.68	11.85	17.43	23.76	每股净资产(最新	1.29	1.39	1.54	1.74
净利润	153.18	67.17	98.78	134.66	估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	2.09	20.00	27.00	32.00	P/E	50.84	111.74	73.43	51.3
归属母公司净利	151.09	47.17	71.78	102.66	P/B	9.55	6.19	5.71	5.14
EBITDA	207.00	142.62	183.13	229.70	EV/EBITDA	39.26	37.22	29.87	22.9
EPS (摊薄)	0.22	0.07	0.11	0.15					
数据来源：瑞旅资讯，公司公告，广证恒生									

相关报告

广证恒生-中关村（000931）-深度报告-剥离亏损资产聚焦医药大健康重获新生-2016.02.03

广证恒生-中关村(000931)-调研报告-坚定转型聚焦大健康，定增加码布局-2016.05.16

研究员介绍：

唐爱金（医药行业团队长）

浙江大学化学硕士，曾就职于东阳光药业研究院任研究员，东阳光药业市场部任市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，2014年加入广证恒生。

联系方式：18520180246

陈 顺（医药行业研究员）

西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，一年券商资管助理研究经验，2015年加入广证恒生。

联系方式：18824156797

王 亮（家电行业分析师）

中国科学院研究生院管理科学与工程硕士，中南财经政法大学经济学学士，现在职于广州广证恒生证券研究所有限公司大消费行业研究部，具有9年证券从业经验。

联系方式：13241806575

重要声明及风险提示：

广州广证恒生证券研究所有限公司公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。

