

## 传统主营触底反弹, 外延并购超预期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布半年报业绩快报, 上半年归属公司股东净利润为 7700-8500 万元, 同比增长 181.5%-210.7%。
- **抗生素行业触底反弹, 传统主营有望回暖。** 2011 年“限抗”之后, 2014 年国内公立医院抗感染药物销售开始大幅反弹, 占比上升至 21.7%, 再次成为公立医院第一用药领域。我们认为, 国内人口数量基数大, 对抗生素药品需求量大, 市场规模很难出现断层式下滑, 未来抗生素市场将逐步趋稳。考虑到天衡和只楚并表因素, 结合公司一些新的具有市场竞争力的产品(如奥拉西坦原料药等产品)的市场开发, 我们预计上半年公司传统主营有望实现 100%增长。
- **天衡药业拥有多个专科药品种, 业绩大概率超预期。** 昂丹司琼、格拉司琼、托瑞米芬、多索茶碱为公司主打专科药产品, 样本医院数据显示此四个产品市场地位明显, 格拉司琼占整个市场份额的 60%以上; 托瑞米芬是国内唯一的国产品种, 在新一轮招标下可实现进口替代; 多索茶碱原料药是国内仅有的四个批件之一, 有望成为公司增长新亮点。2016-2017 年天衡承诺业绩为 5000 万和 6000 万, 我们认为天衡专科药托瑞米芬和多索茶碱具有较强的竞争力, 随着招标工作持续推进, 16-17 年天衡药业业绩有望分别达到 6000 万和 7000 万元。
- **只楚庆大霉素由外销转内销, 业绩提升空间大。** 只楚药业是国内最大的庆大霉素原料药生产销售企业之一, 其市场占有率一直处于市场前五位置。由于该品种国内销售价格高于出口价格约 30%, 近几年只楚药业积极调整销售结构, 扩大内销比例, 2013-2015 年, 出口额占比由 43%逐步降低至 23%左右, 这是只楚药业近三年高速增长的主要原因。2016-2017 年公司承诺业绩分别为 1 亿和 1.2 亿元, 我们认为只楚药业庆大霉素产品未来内销比例仍然有很大提升空间, 未来两年超业绩承诺 20%是大概率事件。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑天衡和只楚业绩并表, 预计 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别为 0.53 元、0.80 元、1.07 元, 对应 PE 分别为 40 倍、27 倍、20 倍。我们认为, 抗生素市场回暖给公司传统主营带来新的发展契机, 多个产品的原料药和制剂有望实现翻倍增长; 积极的外延收购策略也使公司业绩迅速增厚, 未来公司将进入发展快速轨道, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 限抗政策、药品招标降价、并购企业业绩实现或不及承诺等风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	708.10	1309.99	1823.91	2034.11
增长率	57.86%	85.00%	39.23%	11.52%
归属母公司净利润(百万元)	64.90	213.07	317.19	427.02
增长率	41.99%	228.31%	48.86%	34.63%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.53	0.80	1.07
净资产收益率 ROE	3.07%	7.22%	10.06%	12.54%
PE	132	40	27	20
PB	4.00	2.79	2.62	2.42

数据来源: Wind, 西南证券

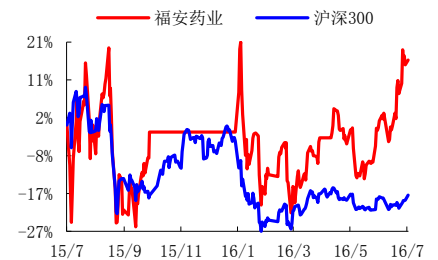
### 西南证券研究发展中心

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: hzli@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: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.48
流通 A 股(亿股)	1.59
52 周内股价区间(元)	14.38-23.28
总市值(亿元)	74.65
总资产(亿元)	24.97
每股净资产(元)	7.68

### 相关研究

1. 福安药业(300194): 外延收购贡献显著, 收购只楚药业促增长 (2016-01-05)
2. 福安药业(300194): 天衡业绩贡献突出, 外延收购持续推进 (2015-10-26)
3. 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)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	708.10	1309.99	1823.91	2034.11	净利润	65.56	221.03	328.69	442.51
营业成本	395.12	405.72	658.48	716.17	折旧与摊销	86.88	104.79	109.23	113.22
营业税金及附加	7.38	9.31	14.07	16.20	财务费用	-0.69	2.85	-2.03	-1.83
销售费用	118.35	318.33	386.67	390.55	资产减值损失	1.30	0.00	0.00	0.00
管理费用	118.80	315.71	383.02	396.65	经营营运资本变动	-493.26	-449.09	-530.28	-191.43
财务费用	-0.69	2.85	-2.03	-1.83	其他	501.25	0.02	-0.01	0.00
资产减值损失	1.30	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	161.03	-120.39	-94.40	362.47
投资收益	10.12	0.00	0.00	0.00	资本支出	-491.91	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-89.42	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>	-581.32	-40.00	-40.00	-40.00
<b>营业利润</b>	77.96	258.07	383.71	516.37	短期借款	135.40	-135.40	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.59	-0.57	-0.78	-0.85	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	76.37	257.50	382.93	515.52	股权融资	391.46	740.00	0.00	0.00
所得税	10.82	36.47	54.23	73.01	支付股利	-26.01	-36.94	-121.26	-180.52
净利润	65.56	221.03	328.69	442.51	其他	-601.07	-3.70	2.03	1.83
少数股东损益	0.66	7.96	11.50	15.49	<b>筹资活动现金流净额</b>	-100.23	563.97	-119.23	-178.69
归属母公司股东净利润	64.90	213.07	317.19	427.02	<b>现金流量净额</b>	-520.42	403.58	-253.63	143.78
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	241.02	644.60	390.97	534.74	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	230.54	388.01	557.58	621.26	销售收入增长率	57.86%	85.00%	39.23%	11.52%
存货	267.46	274.62	445.72	484.77	营业利润增长率	44.89%	231.04%	48.68%	34.57%
其他流动资产	380.41	701.85	977.19	1089.80	净利润增长率	42.92%	237.16%	48.71%	34.63%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	102.50%	122.80%	34.23%	27.88%
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	744.08	684.22	619.92	551.64	毛利率	44.20%	69.03%	63.90%	64.79%
无形资产和开发支出	559.61	555.00	550.40	545.79	三费率	33.39%	48.62%	42.09%	38.61%
其他非流动资产	55.97	55.64	55.32	54.99	净利率	9.26%	16.87%	18.02%	21.75%
<b>资产总计</b>	2479.09	3303.94	3597.09	3883.00	ROE	3.07%	7.22%	10.06%	12.54%
短期借款	135.40	0.00	0.00	0.00	ROA	2.64%	6.69%	9.14%	11.40%
应付和预收款项	101.41	137.72	206.91	227.05	ROIC	4.40%	9.86%	11.91%	14.36%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.18%	27.92%	26.91%	30.86%
其他负债	106.10	106.79	123.33	127.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	342.91	244.51	330.23	354.15	总资产周转率	0.33	0.45	0.53	0.54
股本	282.00	398.50	398.50	398.50	固定资产周转率	1.15	1.87	2.83	3.50
资本公积	1501.41	2124.91	2124.91	2124.91	应收账款周转率	6.76	7.23	6.74	5.96
留存收益	350.67	526.80	722.73	969.23	存货周转率	1.77	1.50	1.83	1.54
归属母公司股东权益	2134.92	3050.22	3246.14	3492.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.14%	—	—	—
少数股东权益	1.26	9.21	20.72	36.21	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	2136.18	3059.43	3266.86	3528.85	资产负债率	13.83%	7.40%	9.18%	9.12%
负债和股东权益合计	2479.09	3303.94	3597.09	3883.00	带息债务/总负债	39.49%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.26	12.23	9.49	9.97
					速动比率	3.24	10.56	7.70	8.20
					股利支付率	40.08%	17.33%	38.23%	42.27%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.16	0.53	0.80	1.07
					每股净资产	5.36	7.68	8.20	8.86
					每股经营现金	0.40	-0.30	-0.24	0.91
					每股股利	0.07	0.09	0.30	0.45
业绩和估值指标									
EBITDA	164.14	365.72	490.90	627.75					
PE	131.71	40.12	26.95	20.02					
PB	4.00	2.79	2.62	2.42					
PS	12.07	6.53	4.69	4.20					
EV/EBITDA	35.89	21.47	16.51	12.68					
股息率	0.30%	0.43%	1.42%	2.11%					

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

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn