

2016年10月16日

证券研究报告·动态跟踪报告

泰合健康(000790) 医药生物

增持(首次)

当前价: 14.57元

目标价: ——元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 经营持续好转, 更名彰显聚焦大健康决心

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年三季报业绩预告, 前三季度实现净利润 1900-2100 万元, 去年同期亏约 5830 万元, 前三季度业绩持续改善, 实现扭亏为盈; 第三季度净利润 223-423 万元, 去年同期亏约 6256 万元。
- **药品持续放量+钢结构业务调整, 带动业绩持续改善, 公司业绩拐点隐现。** 公司前三季度实现净利润 1900-2100 万, 单季度实现净利润 223-423 万元, 与去年同期相比, 公司业绩改善明显, 前三个季度全部盈利。主要原因: (1) 公司产业结构持续优化, 现代中药产业销售规模及毛利率同比增加, 公司综合毛利率同比增加, 盈利能力增强; (2) 建筑钢结构产业本期持续拓展新业务渠道, 积极承接并全力推进新项目进展, 盈利能力增强; 同时, 资产减值损失计提较上年同期大幅减少, 多重因素叠加影响钢结构产业营业利润同比扭亏为盈。考虑到公司核心产品三七通舒胶囊持续放量, 及钢结构业务调整效果显现, 我们认为公司业绩拐点隐现。
- **更名彰显公司战略聚焦大健康产业, 产业结构持续优化有望提升公司整体盈利水平。** 公司战略性将公司简称从华神集团更改为泰合健康, 彰显了公司实际控制人变更后, 首次对公司战略的明晰, 我们认为公司未来将聚焦大健康产业, 积极调整当前产业结构, 积极发展医药产业, 提高公司整体盈利能力。(1) 在传统主业方面, 公司将聚焦现代中药, 打造三七通舒胶囊、鼻渊舒口服液等中药大品种, 目前核心品种三七通舒胶囊销售额超 3 亿元, 但主要集中在二、三线城市, 公司正加强营销渠道建设和学术推广, 未来随着产品在基层医院的推广, 公司盈利水平有望进一步提升。此外, 公司注重开发国际市场和新药研发丰富产品线, 包括三七通舒胶囊欧盟国际化注册研究, 三七通舒胶囊(肠溶微丸)、文拉法辛缓释微丸等药物临床研究。(2) 公司积极应对钢结构产业的市场变化及竞争态势, 为控制经营风险, 确保资产安全, 公司及时调整经营策略, 以“经营质量与资产安全优先”的原则承揽业务, 全面实行项目经理承包责任制, 切实保障新承接项目经营质量、降低垫资风险, 公司将继续积极推进钢结构业务模式的调整改革, 推动钢构公司轻资产经营。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.08 元、0.10 元、0.12 元, 对应当前股价估值分别为 194 倍、146 倍和 121 倍, 考虑到公司市值小, 实际控制人和简称变更后改善空间巨大, 首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 核心品种或有降价的风险; 外延发展进度或低于预期的风险。

| 指标/年度         | 2015A    | 2016E   | 2017E  | 2018E  |
|---------------|----------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 463.31   | 441.33  | 445.98 | 460.33 |
| 增长率           | -12.29%  | -4.74%  | 1.05%  | 3.22%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | -37.41   | 32.43   | 43.15  | 51.92  |
| 增长率           | -156.60% | -13.31% | 33.07% | 20.31% |
| 每股收益 EPS(元)   | -0.09    | 0.08    | 0.10   | 0.12   |
| 净资产收益率 ROE    | -6.41%   | 5.00%   | 6.51%  | 7.66%  |
| PE            | -168     | 194     | 146    | 121    |
| PB            | 10.77    | 9.68    | 9.47   | 9.27   |

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: 陈铁林  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@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)      | 4.31      |
| 流通 A 股(亿股)   | 4.30      |
| 52 周内股价区间(元) | 7.98-16.5 |
| 总市值(亿元)      | 62.80     |
| 总资产(亿元)      | 8.27      |
| 每股净资产(元)     | 1.39      |

### 相关研究

### 关键假设:

假设 1: 公司中西成药业务收入和毛利率延续中报增长态势, 收入增速和毛利率分别维持 5% 和 68%;

假设 2: 公司生物药业务 2016 年由于新版 GMP 车间新增折旧影响, 全年延续中报态势, 随着收入提高, 我们认为 2017-2018 年毛利率有望逐步恢复到 10% 和 40%;

假设 3: 公司钢结构业务逐年收缩但盈利能力提升, 预计 2016-2018 年毛利率 10% 左右;

假设 4: 公司三费率无明显变化。

基于以上假设, 我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

| 单位: 百万元            | 2013A  | 2014A   | 2015A   | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 合计: 营业收入           | 657.81 | 528.22  | 463.31  | 441.33  | 445.98  | 460.33  |
| yoy                | 13.31% | -19.70% | -12.29% | -4.74%  | 1.05%   | 3.22%   |
| 合计: 营业成本           | 422.72 | 298.22  | 214.74  | 173.51  | 160.35  | 156.56  |
| 毛利率                | 35.74% | 43.54%  | 53.65%  | 60.68%  | 64.05%  | 65.99%  |
| <b>中西成药</b>        |        |         |         |         |         |         |
| 收入                 | 305.78 | 351.64  | 376.94  | 395.79  | 415.58  | 436.36  |
| yoy                | 19.2%  | 15.0%   | 7.2%    | 5.00%   | 5.00%   | 5.00%   |
| 成本                 | 129.4  | 138.68  | 132.11  | 126.65  | 132.98  | 139.63  |
| 毛利率                | 57.68% | 60.56%  | 64.95%  | 68.00%  | 68.00%  | 68.00%  |
| <b>生物制药(利卡汀)</b>   |        |         |         |         |         |         |
| 收入                 | 19.59  | 12.53   | 10.21   | 11.74   | 13.50   | 15.53   |
| yoy                | -14.4% | -36.1%  | -18.5%  | 15.00%  | 15.00%  | 15.00%  |
| 成本                 | 6.2    | 5.29    | 6.02    | 16.44   | 12.15   | 9.32    |
| 毛利率                | 68.35% | 57.78%  | 41.04%  | -40.00% | 10.00%  | 40.00%  |
| <b>钢结构设计制作安装服务</b> |        |         |         |         |         |         |
| 收入                 | 325.27 | 156.21  | 67.61   | 33.81   | 16.90   | 8.45    |
| yoy                | 10.2%  | -52.0%  | -56.7%  | -50.00% | -50.00% | -50.00% |
| 成本                 | 284.09 | 150.77  | 73.41   | 30.42   | 15.21   | 7.61    |
| 毛利率                | 12.66% | 3.48%   | -8.58%  | 10.00%  | 10.00%  | 10.00%  |

数据来源: 公司公告、西南证券

**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          | 463.31        | 441.33        | 445.98        | 460.33        | 净利润               | -37.41        | 32.43          | 43.15         | 51.92         |
| 营业成本          | 214.74        | 173.51        | 160.35        | 156.56        | 折旧与摊销             | 26.42         | 51.70          | 51.70         | 51.70         |
| 营业税金及附加       | 6.67          | 5.56          | 5.74          | 6.00          | 财务费用              | 9.10          | 3.10           | 0.34          | 0.16          |
| 销售费用          | 151.15        | 122.94        | 129.85        | 134.79        | 资产减值损失            | 33.26         | 25.00          | 25.00         | 25.00         |
| 管理费用          | 90.34         | 86.06         | 86.96         | 89.76         | 经营营运资本变动          | 21.41         | 11.73          | -6.52         | -10.37        |
| 财务费用          | 9.10          | 3.10          | 0.34          | 0.16          | 其他                | -113.31       | -26.02         | -24.83        | -24.91        |
| 资产减值损失        | 33.26         | 25.00         | 25.00         | 25.00         | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-60.53</b> | <b>97.93</b>   | <b>88.84</b>  | <b>93.49</b>  |
| 投资收益          | -0.46         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 资本支出              | 69.23         | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益      | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 其他                | 8.27          | 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>  | <b>77.51</b>  | <b>0.00</b>    | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>-42.41</b> | <b>25.16</b>  | <b>37.75</b>  | <b>48.07</b>  | 短期借款              | 10.00         | -155.00        | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | 13.03         | 12.99         | 13.02         | 13.01         | 长期借款              | 0.00          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>-29.38</b> | <b>38.15</b>  | <b>50.77</b>  | <b>61.08</b>  | 股权融资              | 46.18         | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 8.02          | 5.72          | 7.62          | 9.16          | 支付股利              | -57.73        | 32.67          | -28.32        | -37.69        |
| 净利润           | -37.41        | 32.43         | 43.15         | 51.92         | 其他                | -8.33         | -3.10          | -0.34         | -0.16         |
| 少数股东损益        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-9.88</b>  | <b>-125.42</b> | <b>-28.66</b> | <b>-37.85</b> |
| 归属母公司股东净利润    | -37.41        | 32.43         | 43.15         | 51.92         | <b>现金流量净额</b>     | <b>7.10</b>   | <b>-27.50</b>  | <b>60.18</b>  | <b>55.64</b>  |
|               |               |               |               |               |                   |               |                |               |               |
| 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          | 137.11        | 109.61        | 169.79        | 225.43        | <b>成长能力</b>       |               |                |               |               |
| 应收和预付款项       | 361.29        | 331.79        | 337.03        | 347.28        | 销售收入增长率           | -12.29%       | -4.74%         | 1.05%         | 3.22%         |
| 存货            | 52.29         | 42.88         | 39.37         | 38.33         | 营业利润增长率           | -419.26%      | -40.68%        | 50.02%        | 27.34%        |
| 其他流动资产        | 0.20          | 0.19          | 0.19          | 0.19          | 净利润增长率            | -156.60%      | -13.31%        | 33.07%        | 20.31%        |
| 长期股权投资        | 9.78          | 9.78          | 9.78          | 9.78          | EBITDA 增长率        | -115.80%      | 1058.95%       | 12.29%        | 11.30%        |
| 投资性房地产        | 14.99         | 14.99         | 14.99         | 14.99         | <b>获利能力</b>       |               |                |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 304.91        | 264.00        | 223.08        | 182.17        | 毛利率               | 53.65%        | 60.68%         | 64.05%        | 65.99%        |
| 无形资产和开发支出     | 43.06         | 32.37         | 21.67         | 10.98         | 三费率               | 54.09%        | 48.06%         | 48.69%        | 48.81%        |
| 其他非流动资产       | 2.22          | 2.13          | 2.04          | 1.95          | 净利率               | -8.07%        | 7.35%          | 9.68%         | 11.28%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>925.85</b> | <b>807.73</b> | <b>817.96</b> | <b>831.11</b> | ROE               | -6.41%        | 5.00%          | 6.51%         | 7.66%         |
| 短期借款          | 155.00        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | ROA               | -4.04%        | 4.01%          | 5.28%         | 6.25%         |
| 应付和预收款项       | 151.28        | 126.79        | 123.38        | 122.64        | ROIC              | -6.59%        | 4.08%          | 6.06%         | 8.33%         |
| 长期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | EBITDA/销售收入       | -1.49%        | 18.12%         | 20.13%        | 21.71%        |
| 其他负债          | 36.22         | 32.49         | 31.30         | 30.96         | <b>营运能力</b>       |               |                |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>342.50</b> | <b>159.28</b> | <b>154.68</b> | <b>153.60</b> | 总资产周转率            | 0.47          | 0.51           | 0.55          | 0.56          |
| 股本            | 431.02        | 431.02        | 431.02        | 431.02        | 固定资产周转率           | 1.74          | 1.55           | 1.83          | 2.27          |
| 资本公积          | 38.23         | 38.23         | 38.23         | 38.23         | 应收账款周转率           | 1.61          | 1.67           | 1.74          | 1.75          |
| 留存收益          | 114.10        | 179.20        | 194.03        | 208.26        | 存货周转率             | 3.09          | 3.53           | 3.79          | 3.90          |
| 归属母公司股东权益     | 583.35        | 648.45        | 663.28        | 677.51        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 83.98%        | —              | —             | —             |
| 少数股东权益        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>资本结构</b>       |               |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>583.35</b> | <b>648.45</b> | <b>663.28</b> | <b>677.51</b> | 资产负债率             | 36.99%        | 19.72%         | 18.91%        | 18.48%        |
| 负债和股东权益合计     | 925.85        | 807.73        | 817.96        | 831.11        | 带息债务/总负债          | 45.26%        | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%         |
|               |               |               |               |               | 流动比率              | 1.69          | 3.40           | 3.96          | 4.47          |
|               |               |               |               |               | 速动比率              | 1.53          | 3.10           | 3.68          | 4.19          |
|               |               |               |               |               | 股利支付率             | -154.31%      | -100.75%       | 65.63%        | 72.60%        |
|               |               |               |               |               | <b>每股指标</b>       |               |                |               |               |
|               |               |               |               |               | 每股收益              | -0.09         | 0.08           | 0.10          | 0.12          |
|               |               |               |               |               | 每股净资产             | 1.35          | 1.50           | 1.54          | 1.57          |
|               |               |               |               |               | 每股经营现金            | -0.14         | 0.23           | 0.21          | 0.22          |
|               |               |               |               |               | 每股股利              | 0.13          | -0.08          | 0.07          | 0.09          |
|               |               |               |               |               |                   |               |                |               |               |
| 业绩和估值指标       | 2015A         | 2016E         | 2017E         | 2018E         |                   |               |                |               |               |
| EBITDA        | -6.90         | 79.96         | 89.78         | 99.93         |                   |               |                |               |               |
| PE            | -167.88       | 193.66        | 145.53        | 120.96        |                   |               |                |               |               |
| PB            | 10.77         | 9.68          | 9.47          | 9.27          |                   |               |                |               |               |
| PS            | 13.55         | 14.23         | 14.08         | 13.64         |                   |               |                |               |               |
| EV/EBITDA     | -906.15       | 76.59         | 67.54         | 60.13         |                   |               |                |               |               |
| 股息率           | 0.92%         | —             | 0.45%         | 0.60%         |                   |               |                |               |               |

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       |
|    | 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    |
|    | 郎珈艺 | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 赵晨阳 | 机构销售   | 021-68416926  | 15821921712 | zcy@swsc.com.cn       |
|    | 黄丽娟 | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@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    |
|    | 徐也  | 机构销售   | 010-57758595  | 18612694479 | xye@swsc.com.cn       |
| 广深 | 刘娟  | 地区销售总监 | 0755-26675724 | 18665815531 | liuj@swsc.com.cn      |
|    | 刘宁  | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 张婷  | 机构销售   | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 罗聪  | 机构销售   | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn      |
|    | 任骁  | 机构销售   | 0755-26820395 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
|    | 刘予鑫 | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |