

外延扩张正式启动

推荐

事件：

2月2日公告以自有资金5,500万元增资江苏万年长药业，持股22%。

借道万年长药业，介入全球最大降血脂药物的原料药市场

万年长药业主要产品为阿托伐他汀中间体，阿托伐他汀（商品名立普妥）原研企业为医药巨头辉瑞，曾为全球最畅销药物，年销售额最高峰接近130亿美元。2011年10月专利到期，2012年仿制药上市后销售额锐减。目前国内可生产阿托伐他汀原料药的企业有海正药业、北京万生药业、石药、武汉启瑞等，万年长药业可提供中间体，有望由中间体向原料药转变。

对赌协议为后续增资保驾护航

万年长药业承诺2015年和2016年净利润分别不低于2500万元、3900万元，若完不成，则于对赌年份结束之日起3个月内调整精华制药所占股权比例。当万年长药业净利润 ≥ 3900 万元时，双方协商一致后启动整体收购或控股投资。万年长药业2014年1-11月实现收入8,307万元，净利润1,079万元，若未来并表，则可大幅提升公司业绩。

投资策略

2015年公司启动外延收购，中药与化药并举，有利于业绩提升，我们预测2014-2016年营归属上市公司净利润分别为0.44亿元、0.54亿元和0.66亿元，每股收益分别为0.17元、0.21元和0.25元，对应PE分别为187倍、152倍和123倍。鉴于公司理顺了管理层与股东利益，业绩面临拐点，我们继续给予“推荐”评级。

风险提示

中药材价格大幅波动；外延扩张低于预期；新产品研发风险等。

图表：财务数据及估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	665.4	732.6	622.7	747.3	850.1
同比增长(+/-%)	77.2%	10.1%	-15.0%	20.0%	13.8%
归属净利润（百万元）	49.2	35.6	43.8	54.1	66.4
同比增长(+/-%)	2.3%	-27.7%	23.0%	23.6%	22.8%
每股收益（元）	0.19	0.14	0.17	0.21	0.26
PE	166.70	230.51	187.39	151.63	123.49
PB	10.11	9.42	9.02	8.50	7.95

市场表现 截至 2015.01.30



市场数据 2015-01-30

A股收盘价（元）	31.56
一年内最高价（元）	31.91
一年内最低价（元）	13.61
上证指数	3,210.36
市净率	6.0
总股本（万股）	26,000
实际流通A股（万股）	19,738
限售流通A股（万股）	6,262
流通A股市值（亿元）	62.3

分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

证券研究报告

附表:

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	665.4	732.6	622.7	747.3	850.1
营业成本	470.9	521.7	442.1	530.6	603.6
营业税金及附加	3.9	6.7	5.6	6.7	7.7
营业费用	72.6	79.3	74.7	82.2	85.0
管理费用	71.5	74.3	62.3	74.7	85.0
财务费用	-1.7	4.7	1.6	3.2	5.0
资产减值损失	4.3	6.8	-2.2	2.1	0.8
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	43.9	39.2	38.6	47.8	63.0
营业外收入	29.0	14.4	16.1	19.6	19.8
营业外支出	0.8	10.8	3.1	3.8	4.6
利润总额	72.1	42.8	51.5	63.7	78.2
所得税	12.5	2.2	7.7	9.6	11.7
净利润	59.6	40.7	43.8	54.1	66.4
少数股东权益	10.4	5.1	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	49.2	35.6	43.8	54.1	66.4
EPS (元)	0.19	0.14	0.17	0.21	0.26

主要财务比率

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	77.2%	10.1%	-15.0%	20.0%	13.8%
营业利润	14.0%	-10.6%	-1.7%	23.9%	31.8%
净利润	2.3%	-27.7%	23.0%	23.6%	22.8%
盈利能力					
毛利率	29.2%	28.8%	29.0%	29.0%	29.0%
净利率	9.0%	5.6%	7.0%	7.2%	7.8%
ROE	7.9%	5.3%	6.3%	7.3%	8.4%
ROIC	9.6%	5.8%	6.1%	7.0%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	25.4%	30.7%	31.6%	36.1%	38.7%
流动比率	2.67	2.03	1.67	1.52	1.37
速动比率	2.08	1.38	1.09	1.01	0.90
营运能力					
资产周转率	0.69	0.68	0.55	0.59	0.60

存货周转率	4.62	3.40	3.30	3.52	3.65
应收账款周转率	4.48	3.74	4.37	4.00	4.13
每股资料(元)					
每股收益	0.19	0.14	0.17	0.21	0.26
每股经营现金	0.39	-0.27	0.52	0.27	0.40
每股净资产	3.12	3.35	3.50	3.71	3.97
每股股利	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05
估值比率					
PE	166.70	230.51	187.39	151.63	123.49
PB	10.11	9.42	9.02	8.50	7.95

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	459.6	522.0	439.5	524.9	572.1
现金	201.9	135.8	93.4	112.1	127.5
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	13.3	17.9	12.5	13.0	17.4
应收款项	135.2	178.1	130.0	173.6	188.6
其他应收款	2.7	4.9	2.5	3.1	3.6
存货	101.8	153.4	133.9	150.6	165.4
其他	4.6	31.9	67.2	72.5	69.6
非流动资产	498.1	548.8	688.2	749.8	840.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	194.6	356.3	371.7	432.8	470.8
无形资产	101.9	99.5	136.6	149.2	172.1
其他	201.6	93.0	179.9	167.7	197.8
资产总计	957.7	1,070.8	1,127.7	1,274.7	1,412.8
流动负债	171.9	257.8	263.8	346.4	417.5
短期负债	17.8	75.0	96.8	144.8	203.3
应付账款	93.5	127.2	111.1	137.2	143.7
预收账款	4.2	4.8	4.2	5.4	5.7
其他	56.4	50.8	51.7	59.0	64.8
长期负债	70.9	71.2	92.1	114.0	129.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	70.9	71.2	92.1	114.0	129.6
负债合计	242.8	329.0	355.9	460.4	547.1
股本	200.0	200.0	200.0	260.0	260.0
资本公积金	254.9	273.6	273.6	213.6	213.6
留存收益	166.0	191.6	226.2	268.7	320.0
少数股东权益	90.4	72.0	72.0	72.0	72.0

母公司所有者权益	624.4	669.9	699.8	742.3	793.7
负债及权益合计	957.7	1,070.8	1,127.7	1,274.7	1,412.8

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	72.9	-61.7	104.5	69.6	102.8
净利润	59.6	40.7	43.8	54.1	66.4
折旧摊销	17.2	25.2	38.1	43.2	48.1
财务费用	2.2	3.1	1.6	3.2	5.0
投资收益	0.1	9.2	2.3	2.9	3.6
营运资金变动	-3.7	-141.7	26.2	-34.7	-20.8
其他	-2.5	1.8	-7.5	0.9	0.4
投资活动现金流	-212.3	-43.5	-178.7	-106.0	-141.5
资本支出	-181.8	-40.1	-176.4	-103.0	-139.7
其他投资	-30.5	-3.4	-2.3	-2.9	-1.8
筹资活动现金流	54.2	69.3	31.9	55.1	54.1
借款变动	17.8	57.2	21.8	47.9	58.6
普通股增加	100.0	0.0	0.0	60.0	0.0
资本公积增加	-100.0	18.7	0.0	-60.0	0.0
股利分配	-10.0	-10.0	-9.2	-11.6	-15.1
其他	46.4	3.4	19.2	18.8	10.6

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn