

分析师： 严鹏 (8627)65799517 yanpeng@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

收购扩大中试车间，并部分增加产能

事件描述

仁和药业 8 月 29 日发布《关于收购江西航天泰力士药业有限公司 100%股权的公告》以及《资产评估报告书声明》，内容如下：

- 公司拟出资 1800 万收购南昌航天投资发展有限公司及自然人杨秀英、邱敏蓉持有江西航天泰力士药业有限公司的 100%股权；

事件评论

第一，被收购企业经营困难，但资产质量不差

泰力士药业与仁和集团同处樟树市，收购前股东为南昌航天投资发展有限公司和自然人杨秀英、邱敏蓉。收购完成后变为仁和药业全资子公司。

表 1：泰力士药业股权变动

收购前		收购后	
股东	持股比例	股东	持股比例
南昌航天投资发展有限公司	51%		
杨秀英	39%	仁和药业	100%
邱敏蓉	10%		

资料来源：公司公告

泰力士药业剂型为散剂、片剂、颗粒剂和胶囊剂，产品以 OTC 药为主，主要包括多维葡萄糖、四季润喉片等，拥有“泰力士”、“好爽子”、“双金”等品牌。泰力士经营规模不大，2008 年实现销售收入 803 万元；盈利能力不强，毛利率 15-25%之间，2008 年净利润为-114 万元。

由于泰力士以 OTC 产品为主，但无力进行大规模广告投入，因此经营日趋困难。

表 2：泰力士药业 2007-2009 年 7 月主要财务指标

	2007 年	2008 年	2009 年 8 月 3 日
总资产	3844.84	3656.61	2410.40
总负债	834.27	759.71	735.66
净资产	3010.57	2896.90	1674.74
主营业务收入	774.53	803.43	321.09
主营业务成本	583.59	690.43	259.43

净利润	-31.77	-113.67	-1314.40
-----	--------	---------	----------

资料来源：公司公告

泰力士净资产评估值 1805 万元，其中建筑、设备等固定资产已达 1300 万元，对仁和药业来说，这些资产可以迅速转化为生产能力，缓解产能紧张局面，因而具有明显的价值。而且评估值相对账面价值增值 8%，增幅微小。

总体来说，泰力士资产质量不差，收购价格低廉。

第二，收购扩大中试车间，并部分增加产能

公司收购泰力士药业的目的是在于解决中试车间场地不足的问题，并部分扩大产能，缓解生产紧张局面。

公司拥有众多产品，尤其是子公司药都仁和，生产的产品众多，并且承担着主要的新产品开发功能，对生产和研发场地都有较大需求，原有厂房难以满足，迫切需要新的厂房。泰力士原有的片剂、胶囊剂等剂型，与仁和的产品剂型相对应，可以直接提供相关产品的中试及生产任务。

由于收购的目的在于扩大中试车间和增加产能，因此泰力士药业本身的经营情况和盈利能力并不是一个重要的考虑因素。

第三，定向增发完成，未来还有进一步的资产注入预期

定向增发完成，下半年业绩充分体现。定向增发收购大股东资产（康美医药和药都仁和）事宜于今年 7 月份完成，因此下半年将体现收购部分资产的业绩，前面我们已经说明注入资产将增厚上市公司业绩，因此定增完成将使得下半年业绩得以充分体现。

未来还有闪亮制药和仁和药用塑胶等资产注入的预期。此次定向增发后，集团尚有闪亮制药和仁和药用塑胶等资产与上市公司之间存在关联交易，集团已经承诺通过非公开增发等方式实现上述资产的注入。闪亮制药的主导产品闪亮滴眼液打造并维护了良好的品牌形象，过去曾有良好的销售业绩，今年上半年收入 4400 万元，全年实现上亿收入没有疑问，是集团的优质资产之一。仁和药用塑胶为集团的产品提供包装配套，保持着稳定的收益。因此上述两块资产注入将确定增加上市公司的净利润，同时彻底阶段集团与上市公司之间的关联交易。

第四，维持“推荐”评级

目前康美医药和药都仁和的注入已经完成，主要产品的收益将会完全体现在上市公司，保守预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.58、0.80、0.96 元。考虑后续还有闪亮制药等资产的资产注入，业绩可能超出预期，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	876	1055	1331	1670	货币资金	129	936	1164	1456
营业成本	445	412	524	659	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	431	643	807	1010	应收账款	53	65	82	103
% 营业收入	49.2%	60.9%	60.6%	60.5%	存货	28	26	32	41
营业税金及附加	6	7	9	12	预付账款	8	8	10	12
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	301	401	479	584	流动资产合计	299	1131	1410	1766
% 营业收入	34.3%	38.0%	36.0%	35.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	27	33	41	52	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	1	-10	-19	-24	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	-0.9%	-1.4%	-1.4%	固定资产合计	25	22	18	15
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	114	108	103	97
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	97	211	296	386	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	11.0%	20.0%	22.2%	23.1%	资产总计	438	1260	1531	1878
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	97	211	296	386	应付款项	20	18	23	29
% 营业收入	11.1%	20.0%	22.2%	23.1%	预收账款	60	73	92	115
所得税费用	27	49	72	117	应付职工薪酬	4	4	5	6
净利润	70	158	222	290	应交税费	26	47	64	84
归属于母公司所有者的净利润	70.2	162.4	224.1	269.6	其他流动负债	23	25	31	39
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	132	166	215	272
EPS (元/股)	0.32	0.58	0.80	0.96	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	62	167	209	269	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益					负债合计	132	166	215	272
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	306	1094	1316	1606
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-12	0	0	0	股东权益	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	306	1094	1316	1606
投资活动现金流净额	-12	0	0	0	基本指标	438	1260	1531	1878
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.32	0.58	0.80	0.96
股权融资	0	630	0	0	BVPS	1.39	4.97	5.98	7.29
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	53	29	21	18
筹资成本	0	10	19	24	PEG	0.69	0.40	0.29	0.22
其他	0	0	0	0	PB	6.38	2.51	2.09	1.71
筹资活动现金流净额	0	640	19	24	EV/EBITDA	24.96	13.94	9.47	6.51
现金净流量	50	807	228	292	ROE	16.3%	14.5%	16.9%	18.0%

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为化学制剂和原料药。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。