



医药
Pharmaceuticals

2009 年 2 月 9 日

亚宝药业(600351)小非减持点评

——减持压力并不大，公司前景依然看好

目标价：19 元

评级：增持

市场数据	2009 年 02 月 09 日
当前价格（元）	14.85
52 周价格区间（元）	8.60-17.99
总市值（百万）	2350
流通市值（百万）	1986
总股本（万股）	15824
流通股（万股）	13376
日均成交额（百万）	24
近一月换手（%）	23.35
公司网址	www.yabao.com.cn

赢利预测	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入（百万）	986	1233	1518	1890
净利润（百万）	48	86	118	142
每股收益（元）	0.28	0.57	0.76	0.91

注：股本以 15824 万股计算。

资料来源：金元证券研究所

要点：

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
亚宝药业	3.2	52.2	0.28
上证综指	17.1	27.7	-51.5

相关报告

亚宝药业(600351)半年报点评，
2008.8.4

李朝 医药行业研究员

+86 755 83025696

lichao@jyzq.cn

- 公司的减持压力并不大。

公司近日公告了第二大股东山西省风陵渡开发区众力投资发展有限公司减持公司股票，公告如下：

2009 年 2 月 6 日，本公司接到第二大股东山西省风陵渡开发区众力投资发展有限公司(以下简称“众力投资”)的通知，截止 2009 年 2 月 5 日上海证券交易所收盘，众力投资通过上海证券交易所交易系统已累计减持所持有的本公司无限售条件流通股 1,658,500 股，占本公司总股本的 1.05%。

目前，众力投资仍持有本公司股份 22,716,500 股，占公司总股本的 14.36%，其中：无限售条件流通股 11,654,000 股，有限售条件流通股 11,062,500 股。

我们就该事项与公司进行了沟通。公司表示众力投资作为公司的财务投资者会减持公司的股票，从去年底就开始减持了，只是目前触线公告。近期没有减持计划，不排除未来继续减持。

我们对亚宝近年的一些动态进行了分析。公司 02 年上市，03 年度进行了 MBO，引进了众力投资，随后对第一大股东山西省芮城制药厂进行改制，实现了公司管理层 131 人持股间接控制了上市公司。

引入的众力投资股权结构如表 1 所示。其中大股东刘智强为山西西陌建筑工程有限公司董事长。而山西西陌建筑工程有限公司为建筑企业。

在 2007 年度，亚宝药业进行了增发，其中披露了二股东的一些财务信息，2006 年度，众力投资收入 775 万元，利润总额 766.43 万元，净利润为 766.43 万。我们注意到由于亚宝药业 2006 年度进行了分红，因此众力投资 2006 年度从亚宝药业获得了 438 万元（持股 2438 万股，分红 0.18 元/股），而且众力投资的收入 775 万，净利润高达 766.43 万，

没什么成本，可见众力投资基本是没有什么业务的。

由此，我们可以推断，或许由于房地产行业的不景气，作为财务投资者，众力投资的大股东刘智强需要进行一些套现，近年套现的最大比例有可能是大股东刘董事长的持股比例。可见，小非的减持，一来有可能是山西西陌建筑工程有限公司的需要，二来也是亚宝财务投资收益的兑现，这并不能代表二股东不认同亚宝的价值。

2008 年 9 月第一大股东承诺锁定获得流通的 1331 万股股票 2 年(约占总股本 8.4%)。由于第一大股东的 70% 股份是 7 名高管人员代为持股，在将来有可能会兑现。不过，第一大股东与第二大股东的持股比例并不高，过多的减持将会影响公司的控制权。

亚宝的第三至第五大股东山西省经济建设投资公司与山西省科技基金发展总公司山西省经贸资产经营有限责任公司的股东是国家股，都在公司董事会派驻了董事，因此这部分的股东近期减持的可能性并不大。

总体而言，在近期，前十大股东中存在减持压力的是第二大股东，而且第二大股东减持完的可能性基本没有，而其他股东的减持可能性很小，因此，公司的减持压力并不大。

表 1：合力投资股东

股东	出资	股份
刘智强	5700	47.50%
杨自祥	3500	29.17%
杨武	2800	23.33%

来源：公司公告，金元证券

● 公司 08 年是丰收的一年

公司在 08 年度获得了 12 个新药证书。公司在 2005、2006、2008 年度获得了多个品种的批文（接近 40 个），08 年是公司获得新药证书这些主要是销售额大的普药品种，其中阿糖胞苷、培美曲塞、双氯芬酸钠盐酸利多卡因竞争厂家少，品种的销售额较大，预计会有较好市场表现。总体而言，在未来两年，公司注射剂的销售将会有较好表现。

● 维持“增持”的投资评级

公司 08 年度主营业务的收入约为 12.33 亿元，全年净利润约为 9044 万元，EPS 约为 0.57 元。公司 08、09 及 10 年的业绩分别为 0.57、0.76 元、0.91，对应目前股价为 14.85 元，对应 2008、2009、2010 年度主

营业务收入带来的动态 PE 分别为 25.98 倍、19.43 倍和 16.34 倍。

我们对整个医药市场的市盈率进行了统计，目前医药板块的平均市盈率为 32.77 倍（选择条件为整体法，不调整，匹配 08 年 3 季度收益）。亚宝药业 08-10 年的复合增长预计为 26%，因此，亚宝估值还是较低的。

由于小非减持压力的影响，公司短期股价有可能受到影响。但是考虑到公司未来良好的持续增长性以及公司高效的研发能力，公司在未来两年内还将会有较好表现，我们给予公司“增持”的投资评级。

表 2：公司财务预测

资产负债表			单位:百万元		利润表			单位:百万元	
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	417	601	687	809	营业收入	986	1233	1518	1890
现金	69	109	93	73	营业成本	645	825	1017	1274
应收账款	84	133	157	192	营业税金及附加	7	9	11	14
其它应收款	32	63	72	88	销售费用	170	160	197	246
预付账款	19	26	31	39	管理费用	76	117	144	180
存货	132	189	230	285	财务费用	21	20	8	9
其他	80	82	103	131	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	657	609	618	644	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	19	20	19	19	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	502	495	469	442	营业利润	67	102	139	168
无形资产	111	128	167	219	营业外收入	3	2	2	3
其他	26	-34	-37	-37	营业外支出	3	2	3	3
资产总计	1074	1210	1305	1452	利润总额	67	102	139	168
流动负债	556	262	297	355	所得税	20	15	21	25
短期借款	312	0	0	0	净利润	48	86	118	142
应付账款	88	119	148	183	少数股东损益	3	-4	-3	-1
其他	155	143	150	173	归属于母公司净利润	45	90	121	144
非流动负债	139	137	137	137	EBITDA	128	157	183	213
长期借款	102	102	102	102	EPS (元)	0.28	0.57	0.76	0.91
其他	37	35	35	35					
负债合计	694	398	434	493	主要财务比率				
少数股东权益	20	16	13	11	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	133	158	158	158	成长能力				
资本公积	134	454	454	454	营业收入	31.8%	25.1%	23.1%	24.5%
留存收益	94	184	246	336	营业利润	166.3%	52.4%	36.7%	20.3%
归属母公司股东权益合计	360	796	858	948	净利润	91.7%	100.7%	33.7%	18.9%
负债和股东权益	1074	1210	1305	1452	获利能力				
					毛利率	34.5%	33.1%	33.0%	32.6%
现金流量表			单位:百万元		净利率	4.6%	7.3%	8.0%	7.6%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	12.5%	11.4%	14.1%	15.2%

经营活动现金流	106	48	90	98	ROIC	11.6%	15.1%	16.5%	17.6%
净利润	48	86	118	142	偿债能力				
折旧摊销	40	35	35	36	资产负债率	64.6%	32.9%	33.3%	33.9%
财务费用	21	20	8	9	净负债比率				
投资损失	-0	-0	-0	-0	流动比率	0.75	2.30	2.31	2.28
营运资金变动	1	-101	-74	-93	速动比率	0.51	1.58	1.54	1.47
其它	-4	7	3	4	营运能力				
投资活动现金流	106	6	-44	-61	总资产周转率	0.95	1.08	1.21	1.37
资本支出	31	-22	2	5	应收账款周转率	10	11	10	10
长期投资	-5	1	-1	0	应付账款周转率	7.64	7.98	7.64	7.71
其他	132	-15	-42	-56	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-42	-14	-62	-57	每股收益	0.28	0.57	0.76	0.91
短期借款	7	-312	0	0	每股经营现金流	0.67	0.30	0.57	0.62
长期借款	-60	0	0	0	每股净资产	2.28	5.03	5.42	5.99
普通股增加	0	25	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	320	0	0	P/E	52.15	25.98	19.43	16.34
其他	11	-47	-62	-57	P/B	6.52	2.95	2.74	2.48
现金净增加额	28	39	-16	-20	EV/EBITDA	22	18	15	13

来源: wind, 金元证券

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSS Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSS is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2009. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSS.