

亚宝药业 600351.SS

公司价值逐渐被市场认识

研究结论

- 公司 08 年实现营业收入 12.5 亿元，利润总额 1.1 亿元、净利润 8546 万元，同比分别增长了 27.2%、63.9%和 63.1%，全年每股收益为 0.54 元，略低于我们的预期，主要原因是会计差错导致，原本计入 08 年的 600 余万元利润调整到 07 年度。从公司经营的业态来看，可以分成工业和商业两部分。商业的经营主体是公司占 51%的亚宝新龙，从事医药的快批业务。受整个行业发展形势转暖影响，该公司的收入增长快，08 年收入达到 5.1 亿元，同比增长 32.5%，但公司的盈利水平有限，08 年的毛利率只有 1.70%，所以我们更看中公司工业的未来发展。08 年工业收入达到 7.1 亿元，同比增长 20.8%。08 年工业的毛利率为 56.3%，比 07 年提高 3.9 个百分点，主要得益于公司不断改善产品结构，例如提高缓控释药品的比例。
- 08 年公司利润总额增速高于营业收入的主要原因：管理效益的提高，期间费用率从 07 年的 27.0%下降到 08 年的 23.8%。另外公司被评为高新技术企业而连续三年享受 15%的优惠所得税率也进一步推动了盈利的增长。值得一提的事，在子公司开发地产增加存货 1.3 亿元情况下，公司 08 年的经营性现金流仍然能维持在 07 年的水平，达到 1.02 亿元，显示公司业务运行良好。
- 我们认为公司的 09 年的业绩增长主要靠现有的产品梯队，医药工业的收入增长 25%：1) 我们估计丁桂儿脐贴 08 年收入将达到 2.3 亿元(07 年的收入为 1.91 亿元)。我们预计 09 年丁桂儿脐贴销售规模将达到 2.7 亿元，同比增长约 20%；2) 估计 08 年珍菊降压片收入达到 6800 万元，09 年仍能保持 50%增长，达到 1 亿元以上；3) 硝苯地平缓释片，公司的原有产品毛利率低，通过发展缓控释制剂，公司很好地改变了产品结构。作为缓控释制剂的代表，硝苯地平缓释片这两年发展迅速，08 年收入达到 2500 万元，09 年有望超过 4000 万元。另外，我们预计 09 年公司的普药品种增长能延续 08 年的势头，保持 30%以上的增长。
- 我们预测亚宝药业 09 年和 10 年每股收益分别为 0.75 元和 1.0 元。09 年和 10 年动态市盈率分别为 25.9 和 19.4 倍。相对于其他的医药的企业而言，存在一定的低估，12 个月的目标价为 22.5 元，维持“增持”评级。
- 风险：1) 受国家政策影响，主要产品的增长速度低于我们的预测。受其他公司产品的影响；2) 公司产品的价格出现下降。在盈利预测中，我们假设公司的主要产品的盈利能力保持不变，如果产品的价格出现较大幅度的下降，公司的盈利水平将低于我们的预测。

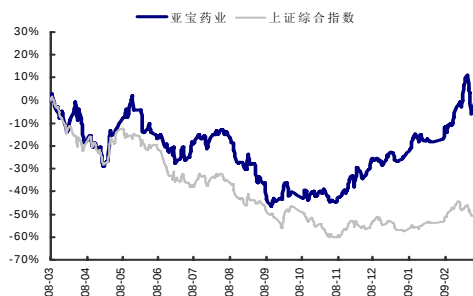


东方证券
ORIENT SECURITIES

徐军 (CFA) 医药行业资深分析师
8621-63325888 × 6087
xjun@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (09 年 03 月 4 日)	19.44 元
目标价格 (6 个月)	22.5 元
总股本/A 股 (万股)	15824/15724
A 股市值 (百万元)	30.8 亿元
国家/地区	中国
行业	医药
报告日期	2009 年 03 月 5 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	29.41	43.42	17.89
相对表现 (%)	29.09	40.63	68.47

资料来源: WIND

财务预测

	2005A	2006A	2007E	2008E
营业收入 (百万元)	1255	1543	1883	2335
同比 (%)	27	23	22	24
净利润 (百万元)	85	119	158	207
同比 (%)	63	39	33	31
毛利率 (%)	33.1	33.4	33.8	34.0
ROE (%)	10.7	12.9	15.3	17.3
每股收益 (元)	0.54	0.75	1.00	1.31
P/E	36.00	25.92	19.44	14.84
P/B	3.85	3.35	2.97	2.57

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

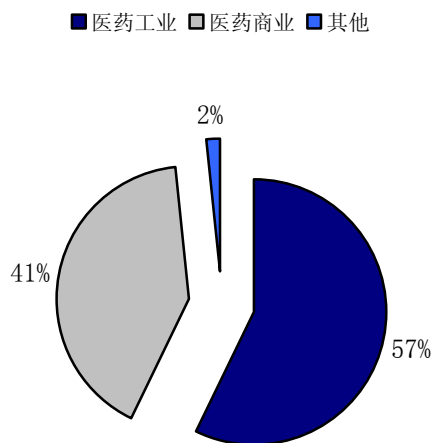
敬请参阅最后一页之重要声明。

08 年经营情况分析

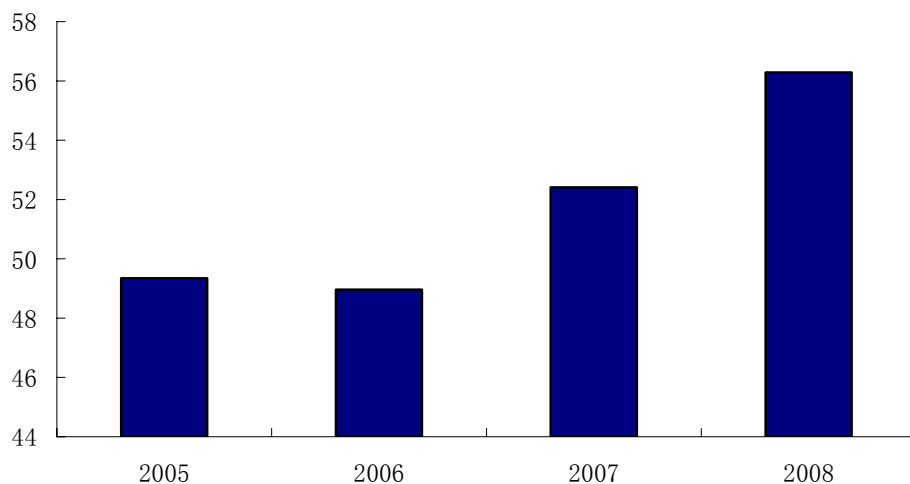
公司 08 年实现营业收入 12.5 亿元,利润总额 1.1 亿元、净利润 8546 万元,同比分别增长了 27.2%、63.9%和 63.1%,全年每股收益为 0.54 元,略低于我们的预期,主要原因是会计差错导致,原本计入 08 年的 600 余万元利润调整到 07 年度。

从公司经营的业态来看,可以分成工业和商业两部分。商业的经营主体是公司占 51%的亚宝新龙,从事医药的快批业务。受整个行业发展形势转暖影响,该公司的收入增长快,08 年收入达到 5.1 亿元,同比增长 32.5%,但公司的盈利水平有限,08 年的毛利率只有 1.70%,所以我们更看中公司工业的未来发展。08 年工业收入达到 7.1 亿元,同比增长 20.8%。08 年工业的毛利率为 56.3%,比 07 年提高 3.9 百分比,主要得益于公司不断改善产品结构,例如提高缓控释药品的比例。公司的主要产品包括丁桂儿脐贴、珍菊降压片、红花注射液、曲克卢丁、复方利血平、尼莫地平、硝苯地平以及冠心宁注射液等,以上产品 2008 年销售收入都超过 2000 万元,其中丁桂儿脐贴、珍菊降压片以及硝苯地平等在 08 年增长比较多明显。

图 1: 公司 08 年主营收入的产品构成

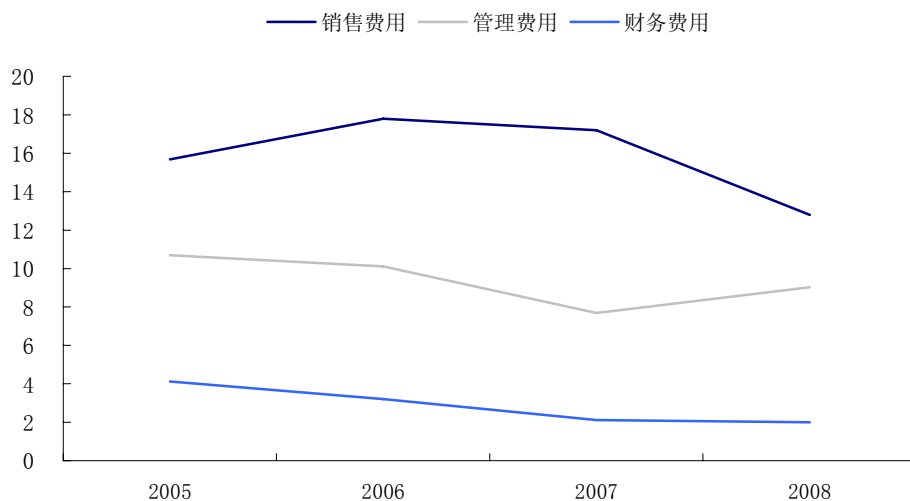


资料来源: 公司数据, 东方证券研究所整理

图 2：公司近年来医药工业毛利率的变动情况，（%）


资料来源：公司数据，东方证券研究所整理

08 年公司利润总额增速高于营业收入的主要原因：管理效益的提高，期间费用率从 07 年的 27.0% 下降到 08 年的 23.8%。另外公司被评为高新技术企业而连续三年享受 15% 的优惠所得税率也进一步推动了盈利的增长。值得一提的事，在子公司开发地产增加存货 1.3 亿元情况下，公司 08 年的经营性现金流仍然能维持在 07 年的水平，达到 1.02 亿元，显示公司业务运行良好。

图 3：公司近年来期间费用率变动情况（%）


资料来源：公司数据，东方证券研究所整理

战略越加清晰

公司战略目标日渐清楚，想成为具有竞争力医药企业。作为一家目标成为具有竞争力的医药企业，其必然会加强在销售体系建设、生产标准提高以及研发新产品方面的工作。在销售体系建设方面，公司目前主要的精力放在对销售体系的调整，特别是对子公司销售体系的调整，从 08 年四季度开始，公司整合原有三家子公司的销售队伍，让其按产品组成事业部销售，目前已初见成效。总部的销售体系也会通过增加事业部的形式来增加新品种的销售。

在提高生产标准方面，公司变更募集资金项目集中资金进行缓控释制剂项目建设，其目的就是为提高公司产品市场占有率和竞争力，该生产线项目参照欧美国家的 CGMP 标准建设，以增强药品质量保障能力。该项目预计 09 年下半年建成使用，生产能力达到 50 亿片/年。

在研发新产品方面，公司也更具自身特点储备一些新品种。未来研究的重点：1) 药物制剂新技术，包括：缓控释制剂，透皮技术；2) 中药现代化。另外，在北京建立大型的研发基地，能更好地跟踪国内外新药动向，确定自己的研发方向。

表 1：未来几年新药的介绍

品种	治疗流域	上市时间
小儿退热巴布剂	解热	2009 上半年
注射用银杏内脂	心血管	2009 年
蚓激酶注射剂	抗血栓	2010 年
注射用前列地尔纳米颗粒	心血管	2009 年
白香丹胶囊	妇科	未定
蛇毒多肽 60 折注射液	肿瘤	2009 年下半年上一期临床
注射用多西他赛纳米乳剂	肿瘤	未定
口服胰岛素	糖尿病	未定
归元片	戒毒	2009 年上半年一期临床
宫瘤清片	妇科	未定
病毒无忧软胶囊	抗病毒	未定
注射用长春西汀	肿瘤	未定

资料来源：公司资料，东方证券研究所整理

09 年的业绩展望

我们认为公司的 09 年的业绩增长主要靠现有的产品梯队，医药工业的收入增长 25%。

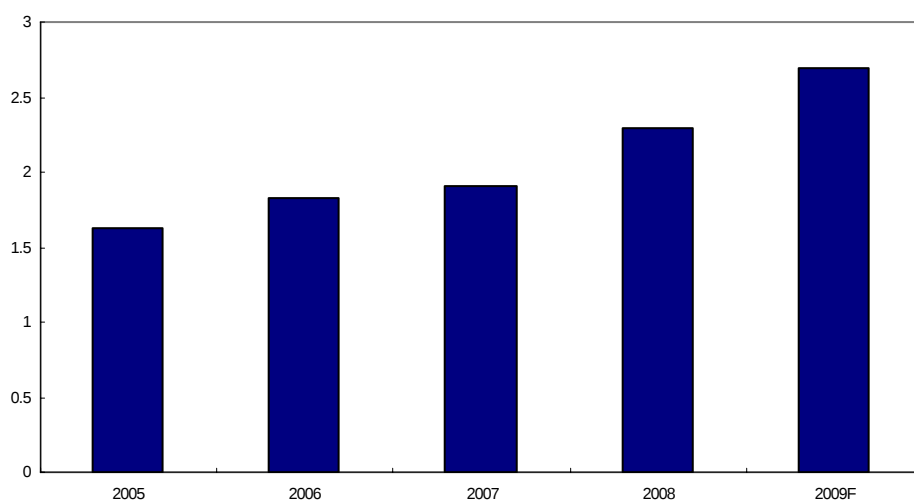
- 1) 丁桂儿脐贴，经过公司前几年在零售药店的耕耘，并且结合一定的广告以及网站的宣传和推广，丁桂儿脐贴已逐渐成为一个现金流产品，是许多药店的必备产品。从目前的经营情况来看，丁桂儿脐贴基本达到满负荷生产。07 年 12 月，公司将丁桂儿脐贴的出厂价格从 7.5 元/3 贴提高到 8.5 元/3 贴，涨幅为 13.3%。经过公司和销售商的共同努力，我们估计 08 年收入将达到 2.3 亿元(07 年的收入为 1.91 亿元)。我们预计 09 年丁桂儿脐贴销售规模将达到 2.7 亿元，同比增长约 20%。小儿腹痛腹泻症拥有庞大的患者群体，公司生产的丁桂儿脐贴因其产品特性和疗

效而具有广阔的市场前景。我国每年 5 岁以下儿童有 1.7 亿人次患腹泻，如果其中 40% 的儿童患者使用该产品，每次三贴为一疗程，则丁桂儿脐贴年市场需求量将在 2 亿贴以上，市场潜力仍然巨大。

- 2) 珍菊降压片，虽然从高血压的用药来看，属于降血压类的珍菊降压片不算主流品种。但因其价廉有效、服用方便的优点已经成为高血压患者的常用降压药之一。因为广大消费者更喜欢中西医结合治疗高血压的观点，珍菊降压片作为中西药复方降压制剂，深受广大的消费者喜爱。珍菊降压片的生产企业众多，公司能从中脱颖而出，我们认为主要依靠公司在终端合理的营销。另外，和最大的竞争对手雷允上并没有直接对抗，也是公司的销量较快增长的原因。珍菊降压片 07 年销售额达到 4500 万元，估计 08 年达到 6800 万元。我们预计 09 年仍能保持 50% 增长，达到 1 亿元以上。
- 3) 硝苯地平缓释片，公司的原有产品毛利率低，通过发展缓控释制剂，公司很好地改变了产品结构。作为缓控释制剂的代表，硝苯地平缓释片这两年发展迅速，08 年收入达到 2500 万元，09 年有望超过 4000 万元。另外，我们预计 09 年公司的普药品种增长能延续 08 年的势头，保持 30% 以上的增长。

在完成销售体系整合之后，公司主要子公司 09 年的经营前景也比较乐观。我们预计除了大同公司增长比较平稳之外，太原公司会上一些新品种，而四川公司在小儿的营养补充剂方面的发展也值得期待，子公司将全面扭亏，为公司的业绩增长作出贡献。

图 4：2005 年以来丁桂儿脐贴的收入情况，亿元



资料来源：公司数据，东方证券研究所整理

估值和投资建议

我们预测亚宝药业 09 年和 10 年每股收益分别为 0.75 元和 1.0 元。09 年和 10 年动态市盈率分别为 25.9 和 19.4 倍。相对于其他的医药的企业而言，存在一定的低估，12 个月的目标价为 22.5 元，维持“增持”评级。

风险

1) 受国家政策影响，主要产品的增长速度低于我们的预测。受其他公司产品的影响；2) 公司产品价格出现下降。在盈利预测中，我们假设公司的主要产品的盈利能力保持不变，如果产品的价格出现较大幅度的下降，公司的盈利水平将低于我们的预测。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	916	877	936	1130	营业收入	1255	1543	1883	2335
现金	402	287	344	399	营业成本	840	1028	1246	1541
应收账款	63	71	87	107	营业税金及附加	8	10	12	15
其它应收款	24	29	36	44	营业费用	161	198	241	299
预付账款	46	51	62	77	管理费用	113	139	160	194
存货	304	360	312	385	财务费用	25	22	25	24
其他	77	78	95	118	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	758	918	1040	1085	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	504	671	795	840	营业利润	106	147	198	262
无形资产	152	154	155	156	营业外收入	8	10	10	10
其他	83	74	72	70	营业外支出	2	3	3	3
资产总计	1674	1794	1976	2215	利润总额	111	154	206	269
流动负债	656	689	750	827	所得税	25	34	45	59
短期借款	358	380	400	420	净利润	87	120	160	210
应付账款	123	144	174	216	少数股东损益	1	2	2	3
其他	175	165	175	191	归属母公司净利润	85	119	158	207
非流动负债	187	155	155	155	EBITDA	174	210	276	347
长期借款	117	117	117	117	EPS (元)	0.54	0.75	1.00	1.31
其他	70	37	37	37	主要财务比率				
负债合计	844	844	905	981	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	32	34	36	38	成长能力				
股本	158	158	158	158	营业收入	27.2%	23.0%	22.0%	24.0%
资本公积	454	454	454	454	营业利润	57.5%	38.3%	35.1%	32.2%
留存收益	186	305	424	584	归属于母公司净利润	63.1%	38.9%	33.4%	31.0%
归属母公司股东权益	798	917	1036	1196	获利能力				
负债和股东权益	1674	1794	1976	2215	毛利率	33.1%	33.4%	33.8%	34.0%
现金流量表					净利率	6.8%	7.7%	8.4%	8.9%
单位:百万元					ROE	10.7%	12.9%	15.3%	17.3%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	偿债能力				
经营活动现金流	103	85	276	211	资产负债率	50.4%	47.0%	45.8%	44.3%
净利润	87	120	160	210	净负债比率	56.36%	58.95%	57.20%	54.77%
折旧摊销	43	41	52	60	流动比率	1.40	1.27	1.25	1.37
财务费用	25	22	25	24	速动比率	0.93	0.75	0.83	0.90
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-60	-65	36	-88	总资产周转率	0.91	0.89	1.00	1.11
其它	8	-33	3	4	应收账款周转率	16	21	22	22
投资活动现金流	-150	-206	-175	-105	应付账款周转率	7.96	7.70	7.83	7.90
资本支出	148	200	170	100	每股指标 (元)				
长期投资	-3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.75	1.00	1.31
其他	-5	-6	-5	-5	每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.54	1.75	1.33
筹资活动现金流	339	6	-44	-51	每股净资产(最新摊薄)	5.05	5.80	6.55	7.56
短期借款	46	22	20	20	估值比率				
长期借款	16	0	0	0	P/E	36.00	25.92	19.44	14.84
普通股增加	25	0	0	0	P/B	3.85	3.35	2.97	2.57
资本公积增加	320	0	0	0	EV/EBITDA	18	15	11	9
其他	-68	-15	-64	-71					
现金净增加额	292	-114	57	55					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

徐军（CFA）：医药行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn