

禀赋优质，顺应医改快速成长

西南药业 08 年年报点评

报告关键点：

- 开源节流克服成本压力，08年主业大幅增长
- 给予“增持-A”的首次评级，12个月目标价7.4元

报告摘要：

- **开源节流克服成本压力，08年主业大幅增长。**公司实现营业收入6.16亿元，同比增长21.04%。实现归属于母公司的净利润3,719万元，同比增长3.82%；每股收益0.19元。扣除非经常性损益后的净利润3,759万（07年有1,193万元的非经常性损益，主要构成为证券收益763万元、政府补贴286万元），同比增长了57.32%。扣非后的净资产收益率10.76%，同比增加3.26个百分点。经营活动产生的现金流量净额1.08亿元，同比基本持平，每股现金流量净额为0.56元。08年由于受汶川地震、原辅包材及能源价格的上涨、企业职工加薪及社保基数调整等因素的影响，公司毛利率同比下降了1.06个百分点，降低至34.23%。但公司通过扩大销售、产品结构调整、深入挖潜，使收入同比增长21.04%的同时，三项费用率（含资产减值）同比下降了2.85个百分点，降低为25.76%。公司开源节流克服成本上涨的不利因素，使08年主业大幅提升。
- **立足川渝精耕细作，倚重太极省外扩张。**公司自太极收购控股以来，逐步形成较为完善的销售体系，按照产品和区域进行销售划分：重点产品散列通在川渝地区以外、美菲康在全部区域均交给太极集团销售；益保世灵、丙酸交沙霉素专门成立公司负责销售；除此之外的其他普药，由公司自身的销售队伍在川渝地区深入县、乡终端做市场开发，在西南以外地区主要靠招商代理销售。08年公司在西南地区收入为4.7亿元，同比增长16.78%；省外销售增速较快达40.85%，销售收入为1.39亿元。重点产品散列通、益保世灵、芬尼康、复方氨酚烷胺胶囊、青霉素V钾片、阿莫西林分散片、阿奇霉素片等销量增幅明显。
- **西南名企禀赋优质，顺应医改快速成长。**公司是西南地区最大的普药生产企业，西南唯一的“麻药定点生产”企业，“城市社区、农村基本用药”的10家首批定点生产企业之一。软袋大输液、缓释片剂、滴丸剂及冻干粉针等制剂技术都居国内一流水平。在产品种200多个，绝大部分产品进入医保目录，产品大类包括麻醉药和精神药品、抗生素、解热镇痛药、心脑血管药等。近年来，公司的产品结构和销售分销体系都逐步顺应医改趋势做出积极调整，09年公司将全面参与“新农合”和“社区医疗”招标工作，提高第三终端市场占有率，收入预计增长约30%，其中普药收入（含税）增长约1.1亿元，益保世灵、散列通、美菲康三个产品收入（含税）共增长9,000万元。
- **给予“增持-A”的首次评级，12个月目标价7.4元。**我们预测公司09、2010年的每股收益分别为0.26元、0.36元，考虑到公司的快速成长，以及所拥有的商业土地资源提高安全边际，我们以公司09年业绩给予28倍的PE，则公司12个月合理目标价为7.4元，给予“增持-A”的首次评级。

评级：
增持-A

上次评级：

目标价格： **7.40 元**

期限： 12 个月 上次预测：

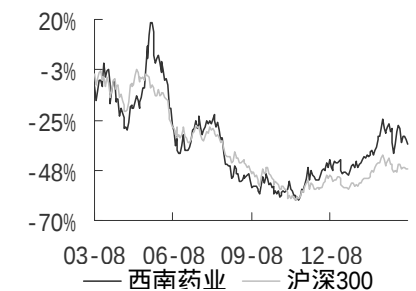
现价： 6.51 元

报告日期： **2009-03-14**

市场数据

总市值(百万元)	1,259.23
流通市值(百万元)	957.98
总股本(百万股)	193.43
流通股本(百万股)	147.16
12 个月最高/最低	3.83/14.81 元
十大流通股股东(%)	25.63%
股东户数	42,614

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.88)	11.52	11.47
绝对收益	(8.95)	24.02	(35.49)

研究员

洪露 高级行业分析师
 021-68766073 honglu@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	508.7	615.8	803.6	1,010.9	1,250.2
Growth(%)	11.5%	21.0%	30.5%	25.8%	23.7%
净利润	35.3	36.5	50.3	68.3	91.2
Growth(%)	209.4%	3.8%	36.9%	35.7%	33.4%
毛利率(%)	35.3%	34.2%	34.3%	34.3%	34.4%
净利润率(%)	7.0%	6.0%	6.3%	6.8%	7.4%
每股收益(元)	0.19	0.19	0.26	0.36	0.48
每股净资产(元)	1.75	1.89	2.03	2.49	2.71
市盈率	35.1	33.9	24.7	18.2	13.7
市净率	3.7	3.5	3.2	2.6	2.4
净资产收益率(%)	10.4%	10.0%	12.8%	14.2%	17.4%
ROIC(%)	14.5%	14.7%	18.8%	17.6%	19.2%
EV/EBITDA	12.7	13.0	12.9	11.1	8.9
股息收益率	0.0%	0.0%	2.0%	2.7%	3.7%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-3-13**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	508.7	615.8	803.6	1,010.9	1,250.2	成长性					
减: 营业成本	329.2	405.0	527.9	663.9	820.1	营业收入增长率	11.5%	21.0%	30.5%	25.8%	23.7%
营业税费	5.0	6.3	8.2	10.3	12.8	营业利润增长率	177.2%	18.8%	33.9%	36.3%	33.9%
销售费用	75.3	86.3	116.5	149.6	183.8	净利润增长率	209.4%	3.8%	36.9%	35.7%	33.4%
管理费用	40.4	37.6	60.7	82.9	102.5	EBITDA 增长率	62.7%	20.0%	5.7%	15.8%	24.2%
财务费用	22.0	29.6	27.6	20.2	19.7	EBIT 增长率	113.5%	24.6%	17.8%	16.4%	26.8%
资产减值损失	7.9	5.1	3.5	3.0	2.5	NOPLAT 增长率	142.0%	13.2%	20.0%	16.2%	26.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.5%	-6.3%	24.3%	15.7%	6.1%
投资和汇兑收益	8.9	-0.9	1.0	1.0	1.0	净资产增长率	12.1%	7.9%	7.4%	23.0%	8.9%
营业利润	37.8	44.9	60.1	82.0	109.8	利润率					
加: 营业外净收支	4.3	-0.5	1.0	1.0	1.0	毛利率	35.3%	34.2%	34.3%	34.3%	34.4%
利润总额	42.1	44.4	61.1	83.0	110.8	营业利润率	7.4%	7.3%	7.5%	8.1%	8.8%
减: 所得税	6.8	7.8	10.8	14.7	19.6	净利率	7.0%	6.0%	6.3%	6.8%	7.4%
净利润	35.3	36.5	50.3	68.3	91.2	EBITDA/营业收入	16.4%	16.3%	13.2%	12.1%	12.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.8%	12.1%	10.9%	10.1%	10.4%
货币资金	153.1	322.1	328.4	313.4	325.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	157	121	95	84	73
应收帐款	111.3	133.4	183.6	231.0	285.7	流动营业资本周转天数	2	19	30	48	49
应收票据	6.5	3.6	11.0	13.8	17.1	流动资产周转天数	270	291	299	291	280
预付帐款	39.7	41.8	47.1	53.8	62.0	应收帐款周转天数	82	64	65	66	67
存货	96.0	88.5	128.5	161.6	199.5	存货周转天数	63	56	51	52	53
其他流动资产	-	0.0	48.9	111.0	170.9	总资产周转天数	611	559	501	457	418
可供出售金融资产	12.1	4.8	5.0	3.0	-	投资资本周转天数	278	235	195	185	166
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	28.3	27.4	27.7	27.5	27.0	ROE	10.4%	10.0%	12.8%	14.2%	17.4%
投资性房地产	80.6	76.1	77.2	77.6	78.6	ROA	4.0%	3.5%	4.2%	5.0%	5.9%
固定资产	212.9	201.1	223.9	245.5	263.0	ROIC	14.5%	14.7%	18.8%	17.6%	19.2%
在建工程	29.3	25.3	15.8	10.1	6.6	费用率					
无形资产	87.2	85.2	85.3	85.4	85.5	销售费用率	14.8%	14.0%	14.5%	14.8%	14.7%
其他非流动资产	22.9	22.9	23.4	24.8	25.3	管理费用率	7.9%	6.1%	7.6%	8.2%	8.2%
资产总额	880.1	1,032.3	1,205.7	1,358.4	1,546.8	财务费用率	4.3%	4.8%	3.4%	2.0%	1.6%
短期债务	182.0	179.6	159.6	149.9	141.6	三费/营业收入	27.1%	24.9%	25.5%	25.0%	24.5%
应付帐款	98.2	125.6	150.4	189.2	233.7	偿债能力					
应付票据	70.1	84.0	108.5	136.4	191.0	资产负债率	61.6%	64.7%	67.5%	64.5%	66.1%
其他流动负债	89.8	172.7	198.6	224.6	286.7	负债权益比	160.2%	183.0%	207.7%	181.8%	194.7%
长期借款	100.0	104.9	197.8	180.0	175.6	流动比率	0.92	1.05	1.21	1.26	1.24
其他非流动负债	1.8	0.7	-1.0	-3.6	-6.6	速动比率	0.70	0.88	1.00	1.03	1.01
负债总额	541.8	667.5	813.9	876.5	1,021.9	利息保障倍数	2.72	2.52	3.18	5.07	6.56
少数股东权益	16.0	15.3	19.2	24.3	25.7	分红指标					
股本	148.8	193.4	193.4	193.4	193.4	DPS(元)	-	-	0.13	0.18	0.24
留存收益	173.4	156.1	179.2	264.3	305.8	分红比率	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	338.2	364.8	391.8	482.0	524.9	股息收益率	0.0%	0.0%	2.0%	2.7%	3.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	35.3	36.5	50.3	68.3	91.2	EPS(元)	0.19	0.19	0.26	0.36	0.48
加: 折旧和摊销	27.7	29.3	18.2	20.6	22.8	BVPS(元)	1.75	1.89	2.03	2.49	2.71
资产减值准备	7.9	5.1	3.5	3.0	2.5	PE(X)	35.1	33.9	24.7	18.2	13.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.5	3.2	2.6	2.4
财务费用	14.1	21.8	29.4	27.6	20.2	P/FCF	-	7.9	75.9	-23.2	31.2
投资收益	-8.9	0.9	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	2.5	2.0	1.6	1.2	1.0
少数股东损益	-0.5	-0.7	-0.6	-0.8	-1.0	EV/EBITDA	12.7	13.0	12.9	11.1	8.9
营运资金的变动	14.0	-4.4	-92.3	-50.1	-9.2	CAGR(%)	24.6%	35.6%	32.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	108.6	108.3	5.7	60.2	125.0	PEG	1.4	0.9	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	0.4	-12.4	-31.5	-29.0	-27.6	ROIC/WACC	1.7	1.7	2.2	2.1	2.3
融资活动产生现金流量	-102.7	32.5	7.0	-48.2	-83.5	REP	1.5	1.9	1.3	1.2	1.0

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，高级医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034