

嘉应制药（002198）：营业费用大幅增加，影响利润增长

中性（维持）

医药/中药

当前股价：13.22 元

报告日期：2009 年 4 月 21 日

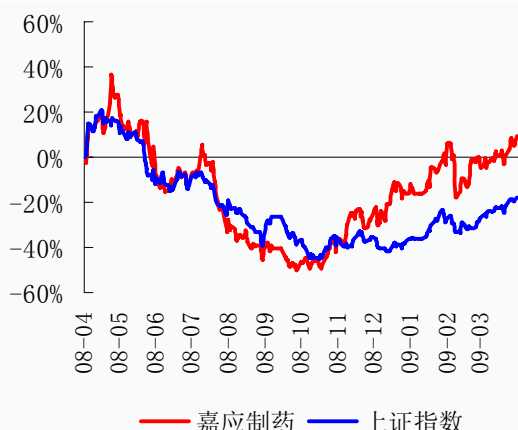
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	65	66	72	79
(+/-)	3.0%	2.7%	8.5%	9.6%
营业利润	24	13	14	18
(+/-)	2.6%	-46.2%	12.0%	26.3%
归属于母公司的净利润	24	14	15	18
(+/-)	10.4%	-43.8%	7.1%	24.6%
每股收益（元）	0.40	0.17	0.18	0.22
市盈率（倍）	32	75	71	57

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	8,200/2,050
流通市值（亿元）	1.96
每股净资产（元）	2.76
资产负债率（%）	3.78%

股价表现（最近一年）



联系人一天相医药组

010-66045615 chenheng@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年，公司实现营业收入 6634 万元，同比增长 2.73%，利润总额 1606 万元，同比减少 44.17%，归属于母公司净利润 1372 万元，同比减少 43.81%，每股收益 0.17 元。08 年度不进行利润分配。2009 年 1-3 月，公司实现营业收入 1424 万元，同比下降 6.73%；归属于母公司净利润 264 万元，同比下降 41.63%，实现每股收益 0.03 元。
- 成本上升，毛利率下降。**公司主打产品为双料喉风散和重感灵片，两者合计收入为 5908 万元，占公司营业总收入的 89%，贡献主营业务利润 3833 万元，占比 97.08%。08 年由于原材料成本的增长，两个主打产品的毛利率都有所降低，特别是重感灵片，毛利率为 45.41%，下降了 11 个百分点。综合毛利率也下降了 3.54 个百分点。
- 期间费用率较高，影响利润增长。**公司 08 年期间费用率达 39%，比 07 年增长了 14.5 个百分点。其中销售费用率和管理费用均较高，分别为 21% 和 19.1%，分别比 07 年提高了 9.9 个百分点和 7.7 个百分点。由于公司 08 年上市成功，资金充裕，使得财务费用率为 -1.1%。公司一季度期间费用率达 35.88%，同比提高了 5.5 个百分点。其中销售费用率和管理费用均较高，分别为 14.73% 和 21.48%，分别提高了 2 个百分点和 3.8 个百分点。费用率较高的主要原因在于销售队伍的建设。公司产品双料喉风散和重感灵所属的咽喉用药和感冒药领域竞争极为激烈，公司产品虽然具有一定特色，但市场竞争力还有待提高。公司募集资金项目的工程建设是导致管理费用增加的重要原因。
- 募集资金项目或将带来新的利润增长点。**公司使用首发募集资金进行的双料喉风散系列产品的建设项目和固精参茸丸项目正按计划进行，预计将于 09 年上半年完成。我们认为公司 08 年之所以增长乏力，在一部分程度上也是由于公司的产能受到制约，而募集资金项目投产后会极大地解决这一问题。同时，由于目前公司现有产品的市场竞争极为激烈，固精参茸丸项目的完成或将为公司业绩带来新的增长点。
- 上半年净利润预减 35-50%。**由于募集资金项目在上半年难以贡献利润，而销售费用在短时间内也难以大幅度消减，因此公司 09 年 1-6 月将面临净利润下降的风险，公司预计归属于母公司净利润将同比下降 35-50%，由此测算公司上半年将实现 EPS0.04-0.06 元。



- **盈利预测与评级：**我们维持对公司09-10年EPS分别为0.18元和0.22元的预测，以4月20日收盘价13.22元计，对应动态市盈率分别为73倍和60倍，估值较高，维持公司“中性”投资评级。
- **风险提示：**(1) 新产品导入风险；(2) 大盘调整的系统性风险。

附表 1：公司盈利能力指标

	2007A	2008A	2007Q4	2008Q4
综合毛利率(%)	63.05%	59.51%	66.24%	58.51%
净利润率(%)	37.81%	20.68%	33.71%	16.80%
净资产收益率(%)	11.48%	6.06%	3.26%	1.54%

附表 2：公司费用控制能力指标

	2007A	2008A	2007Q4	2008Q4
营业费用(万元)	713	1,391	146	723
营业费用率(%)	11.04%	20.97%	7.12%	34.92%
管理费用(万元)	739	1,267	187	270
管理费用率(%)	11.45%	19.10%	9.07%	13.02%
财务费用(万元)	130	-74	84	-49
财务费用率(%)	2.02%	-1.11%	4.09%	-2.35%
期间费用(万元)	1,583	2,585	417	944
期间费用率(%)	24.51%	38.96%	20.29%	45.59%

附表 3：公司资产运营能力指标

	2007A	2008A
总资产周转(天)	0.35	0.28
存货周转(天)	112.34	106.91
收款周期(天)	160.97	169.22
付款周期(天)	84.30	57.19
每股经营性净现金流(元/股)	0.22	0.13



附表 4：嘉应制药 (002198) 盈利预测（万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	6,458	6,635	7,199	7,887
增长率 (%)	3.05%	2.73%	8.51%	9.56%
减：营业成本	2,386	2,686	2,886	3,057
毛利率 (%)	63.05%	59.51%	59.91%	61.24%
减：营业税金及附加	75	77	84	92
销售费用	713	1391	1437	1509
管理费用	739	1267	1404	1475
财务费用	130	-74	-40	-50
期间费用率	24.51%	38.96%	38.91%	37.20%
资产减值损失	43	12	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益 (万元)	0	0	0	0
营业利润	2,370	1,274	1,428	1,804
增长率 (%)	2.58%	-46.23%	12.05%	26.33%
加：营业外收入	507	341	400	450
减：营业外支出	0	9	100	100
利润总额	2,877	1,606	1,728	2,154
增长率 (%)	16.92%	-44.17%	7.58%	24.65%
利润率 (%)	44.55%	24.21%	24.00%	27.31%
减：所得税	435	234	259	323
实际税负比率 (%)	15.13%	14.58%	14.99%	15.00%
净利润	2,442	1,372	1,469	1,831
归属于母公司所有者净利润	2,442	1,372	1,469	1,831
增长率 (%)	10.43%	-43.81%	7.06%	24.64%
净利润率 (%)	37.81%	20.68%	20.41%	23.22%
少数股东损益	0	0	0	0
总股本 (万股)	8200	8200	8200	8200
每股收益 (元)	0.40	0.17	0.18	0.22
每股净资产 (元)	2.59	2.76		
净资产收益率 (%)	25.75%	6.25%		

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100