

动态报告/公司快评

医药保健

西南药业 (600666)

无评级

制药与生物

调研简报

(维持评级)

2009 年 11 月 23 日

收入增长趋势向好，利润增长平稳

分析师： 丁丹 dingdan@guosen.com.cn 0755-82130678

分析师： 贺平鸽 hepg@guosen.com.cn 0755-82133396

事项：

近日，我们调研了西南药业。公司作为区域普药龙头将受益基本药物制度，重点产品散列通商标诉讼终审胜诉开始全面广告营销，明年整体收入有望 30% 左右的较快增长。但考虑公司今明两年仍需处理历史包袱、加之国有企业释放业绩动力不足，利润增长平稳。我们预计 09EPS 0.23~0.25 元/股，10EPS 可能 0.30~0.33 元/股，目前估值偏高，保持关注。

评论：

■ 基本药物制度在重庆实施情况：区域普药龙头必然受益销量增长

公司老牌大型普药企业，品牌、品种、品质优势是比较突出的，本次共有 106 个品种，177 个品规进入基本药物目录。

基本药物的实施细则和时间各省有差异，重庆已经三年没招标了，预计明年 3 月份基本药物招标。基本药物在基层医疗机构的使用地方财政出大头，因此肯定会有地方保护，招标倾向本土企业是必然的。前几天重庆市卫生局召集本地几个大医药企业座谈，征询对基本药物制度实施意见，也表达了这一意向。公司的重点区域还是云贵川渝，今年四川的招标就明确规定本地企业加分，因此公司也设立了四川分公司来专门投标。

对基本药物招标价格的预期：从前两天和卫生局召开的通气会来看，估计招标的价格会被压得比较低。尤其是一些抗生素的价格，企业认为这样定价并不合理：如阿莫西林，发改委制定最高零售指导价时的原料才 182 元/公斤，现在已经涨到 270 元了，这块终端固定价格是不合理的。企业也在积极呼吁改善定价机制，如果招标价实在太低就只能不做。

新农合的覆盖对重庆这样农村人口较多的地域肯定对销量是持续拉动的，但因为目前报销比例和绝对金额还比较低，报销比例也只有 30%~50%，未来随着报销比例和额度的提高，会有个持续拉动的过程。

■ 公司经营近况：09 利润约 20% 增长

今年公司的含税收入预计 8.5~9 亿元，增长主要来自：

- 首先还是市场营销工作的持续推进的结果（销售出身的董事长李标 06 年到任）；
- 产品结构调整，加大高毛利产品的比重；
- 07 年以来药品原料涨价，成本高企，逼迫一些小企业退出市场，如 VC 片等普药产品，公司在这一过程中扩大了市场份额；
- 新医改推进，医保覆盖的扩大，但 09 年感觉还不是很明显；

➤ 甲流疫情的确推动了抗生素、抗病毒类药品的销售，现在针剂很多产品缺货，尤其利巴韦林脱销严重；

■ 明年的增长：计划收入增长 30%，但还需处理历史包袱

重点产品——散列通：重点产品散列通和罗氏的商标诉讼今年最高院终审判决，商标最终判定归公司所有，公司放开手脚全面开始进行广告营销，现在产能不足，刚把 9 月的货交了，欠库 2 个月。散列通公司自己直销很少一部分，出厂价 4.5 元/盒，大部分都由太极集团的销售公司做，公司自己做川渝地区。卖给集团的价格是 2 元/盒，但营销费用由他们出。散列通毛利率 70% 以上，是重点盈利品种，今年估计销售收入 5000~6000 万，明年有望过亿（含税）。

重点产品——美菲康：目前主要用于癌症镇痛，今年销售额 5000 多万，低价销售的毛利率也有 90% 以上。市场推广由集团做，配送现在全部在国药股份。但和国药股份经销的另一麻醉药重点品种芬太尼有竞争关系，随着重医股份和上药加入竞争，只要整体蛋糕做大，产品也能获得快速增长，是公司期望能过亿的品种。

产能问题：目前产能瓶颈明显，除粉针车间缩减产能外，其他水针和片剂、输液车间全部都满负荷生产。明后年的扩产规划是：涪陵新增 6 亿片片剂产能（设计规模），主要生产口服青霉素类如阿莫西林能，估计很快就通过 GMP 认证，明年 3、4 月份就能投产（现在片剂的产能是 1 亿片）；成都 2 亿支水针剂产能明年也能投产；另外大输液软袋装 1200 万袋产能估计 2011 年投产。新产能的投产能极大缓解产能不足的问题。由于目前的生产本来就是以销定产下仍产能不足，因此新产能投放的销路应不成问题。

营销：主要 4 个盈利品种散列通、美菲康、益保世灵、丙酸交沙霉素在集团销售。为了应对基层医疗市场扩容，公司自己也加强了营销工作，现在也到县一级派长期驻点的销售人员，把基层渠道做细。

利润增长平稳：虽然收入增长较快，但：一是产品营销持续投入，如散列通在央视打广告今年就 1000 多万广告费用，明年还要投；二是公司还有些历史包袱，要到明年才能基本处理完，因此利润增长可能低于或和收入增速相当。但公司近几年的经营性现金流还是很不错的（参见表 1）：2005~2009 经营性现金流均远超净利润。我们估计是由于连年处理历史包袱致报表不能完全正常反应经营面的盈利水平。

表 1：西南药业：2005~2009 经营性现金流均远超净利润

年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009Q1~3
每股收益-基本(元)	0.10	0.10	0.07	0.24	0.19	0.20
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	-0.45	0.82	0.72	0.73	0.56	0.66

数据来源：wind

■ 太极系三家公司的整合前景：尚无具体方案和进程

太极集团下属有三个上市平台：太极集团、西南药业、桐君阁。因相互间有一定的关联交易问题，数年来丧失了再融资功能。从经营面上看，西南药业的主要产品都在太极集团销售，而太极集团的一些产品又委托西南药业加工，同一控制人下同一产业的公司难以避免一定程度的关联交易（虽然均按市场定价）。集团也曾想将桐君阁买壳，但中船的借壳失败，后考虑桐君阁作为医药商业公司对资金需求较高，上市公司身份有利于银行资信评估，因此买壳事宜暂搁置，桐君阁近日也发布公告表示未来 3 个月集团并无重组事项。

■ ω 干扰素：仅是按应急生产报批

该产品最早按丙肝作为适应症申报临床、后陆续增加性病等其他适应症，目前其实临床还没做完，尚不能用于商业销售。该产品曾在非典时期用于医护人员。目前甲流疫情下仅按紧急疫情生产批文申请，待批，但不一定能获批。

■ 无评级，持续关注

公司作为区域普药龙头将受益基本药物制度，明年整体收入有望 30%左右的较快增长。但需指出，公司主要利润来自散列通等少数重点产品，公司的普药盈利能力尚不强：目前普药整体净利润 1000 万左右，而诸如氯霉素等普药反而是亏钱的。作为国有企业还需考虑工人在岗问题（如某粉针车间，放假停工反而亏损更少，但为维护工人上岗也不能完全停产），因此公司虽也尽力调整产品结构，但也要尽力保持品种齐全。同时考虑公司今明两年仍需处理历史包袱、加之国有企业释放业绩动力不足，预计利润增长平稳。我们预计 09~10 年净利润增速在 20~30%之间，09EPS0.23~0.25 元/股，10EPS 可能 0.30~0.33 元/股，目前估值偏高，持续关注。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。